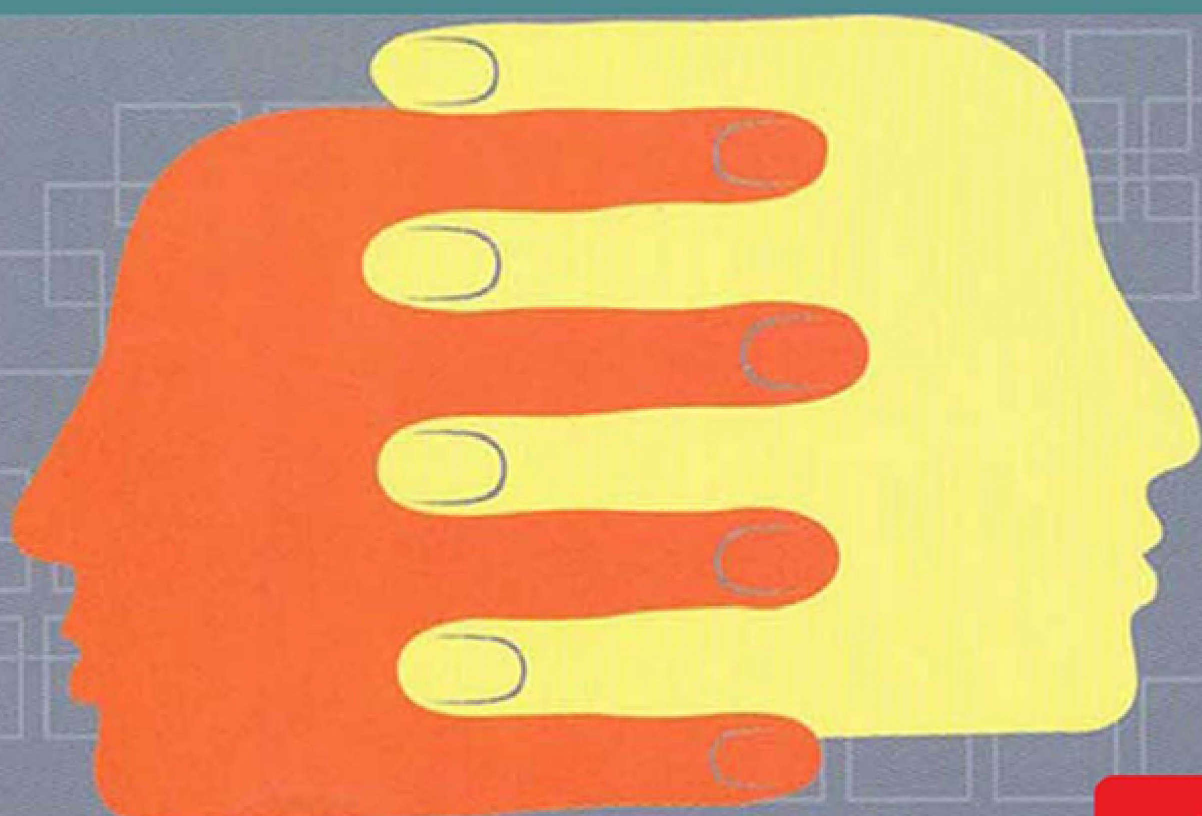
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险投资学

刘曼红，（美） 林博，刘小兵著



对外经济贸易大学出版社



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国高等院校投资学主干课程“十三五”规划教材

风险投资学

（第二版）

刘曼红 Pascal Levensohn 刘小兵 著

对外经济贸易大学出版社
中国·北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和丰
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

风险投资学 / 刘曼红，（美）林博，刘小兵著. —2版. —北京：对外经济贸易大学出版社，2018. 1
全国高等院校投资学主干课程“十三五”规划教材
ISBN 978-7-5663-1833-6

Ⅰ. ①风… Ⅱ. ①刘… ②林… ③刘… Ⅲ. ①风险投资-高等学校-教材 Ⅳ. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 218832 号

© 2017 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

风险投资学（第二版）

刘曼红 Pascal Levensohn 刘小兵 著

责任编辑：史伟明

对外经济贸易大学出版社
北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码：100029
邮购电话：010-64492338 发行部电话：010-64492342
网址：http://www.uibep.com E-mail：uibep@126.com

三河市少明印务有限公司印装 新华书店经销
成品尺寸：185mm×260mm 22 印张 508 千字
2018 年 1 月北京第 2 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-1833-6
印数：0 001-3 000 册 定价：42. 00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前　言

风险投资又译为创业投资，是投向未来的，直接投入创新型企业的私人股权资本。1985 年，中国第一家由政府出资的风险投资公司——中国创业投资公司成立，中国的风险投资由此拉开序幕。1998 年，以成思危先生为首的中国民建中央的一号提案，将推进风险投资作为中国经济发展的重要国策之一。进入 21 世纪，风险投资在中国蓬勃发展起来。2006 年，中国的风险投资总额达到 17.8 亿美元，成为仅次于美国的全球第二大风险投资市场。中国在这一领域已位列全球第二，并且到目前为止始终保持全球第二大市场这一地位。

风险投资在中国发展 30 余年，在推动中国经济发展，尤其是推动科技创新方面起到了举足轻重的作用。中国人民大学财经学院最早为本科生和研究生开设了风险投资专业。近年来，很多大专院校也相继开设了这一选修课。我们希望学生们可以使用这本教科书，这本书将以逻辑性的原理风险及实际操作过程来讲授风险投资。

2007 年夏天，在美丽的旧金山半月湾，哈佛大学法学院联合中国发展基金会（CDRF）、国际金融体系计划（PIFS）共同举办了关于建立 21 世纪中美金融体系的高层座谈会。在会议第一天的晚宴上，一位来自硅谷的风险投资家——Pascal Levensohn 与中国人民大学主讲风险投资课程的刘曼红（Mannie）教授相识。

两位专家在交谈中很快找到了他们的共同兴趣点：风险投资与非公开权益资本领域的研究。刘曼红教授在 1997 年回到中国授课之前，一直在哈佛商学院的 Josh Lerner 教授的指导下，从事风险投资的研究工作。而 Pascal 是一位经验丰富且非常成功的，活跃在硅谷的风险投资家，他毕业于哈佛大学，近来一直担任美国国家风险投资协会教育委员会主席。正是 2007 年那个晚上开始的讨论话题促成了两人的本次合作。

一年之后，也就是在 2008 年夏天，刘曼红教授和 Pascal 先生在纽约的哈佛俱乐部再次相遇。Pascal 表示有兴趣合作从事风险投资方面的研究。此后，二人通过电子邮件就风险投资领域的很多问题进行了深入的探讨。后来，刘曼红教授接受了对外经济贸易大学出版社的邀请，编写面向中国大学本科生的风险投资教材，于是她邀请 Pascal 作为共同作者来写作。这本教材的编写是一项非常艰巨又十分有趣的工作，刘曼红教授和 Pascal Levensohn 先生均为此付出了数月的心血。

2017 年对我们具有重要意义。《风险投资学》一书正式再版。我们很荣幸地邀请了中国科学院虚拟经济与数据科学研究中心刘小兵博士与我们一起修订这本书。小兵博士对于这本书的再版付出了许多辛勤的劳动，为这本教材增添了不少新的思想及内容。

这本教材分为理论部分、实践部分和未来部分，共 13 章。在该书的最后一章，作者对中国风险投资近年来独特而惊人的发展进行了探讨。

这本教科书凝聚了 Pascal Levensohn 先生的硅谷风险投资经验以及刘曼红教授多年的风险投资研究成果，将对中国高等教育计划在风险投资领域的实施起到积极的推动作用。

刘曼红（Liu Manhong，Mannie）女士在中国非公开权益资本与风险投资领域有很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多论著。她的《风险投资：创新与金融》（中文版，中国人民大学出版社，1998 年）是中国最早的风险投资专著之一。刘曼红女士于 1994 年获得康奈尔大学经济学博士学位，1993—1997 年曾在哈佛大学担任副研究员，现任中国人民大学教授、博士生导师。她兼任北京市政府金融顾问，中国人民大学风险投资研究中心主任，中华天使投资协会（香港）会长，世界天使投资协会董事会成员，国际生态发展联盟副理事长等职务。目前她长期居住香港，作为香港致富集团董事。

Pascal Levensohn 先生已有 29 年金融从业经验。自 1996 从事风险投资业务，并于洛杉矶创立了 Levensohn Venture Partners（LVP）以来，他从未离开过这一他所热爱、他所忠心耿耿的事业。Pascal 主要从事软件、半导体、交通运输等公司的早期投资，经常对公司治理有关问题发表演讲。自 1999 年以来，Pascal 先生发表了很多篇关于风险投资发展趋势的论文。2006 年 5 月，他创立并主持了董事会问责与效率工作组，该工作组包括 33 名成员，旨在促进教育和监管的最佳实践。Pascal 先生是哈佛大学行政学学士，担任对外关系协会成员，奥斯本学院苏格拉底协会前副会长，全美风险投资协会理事，全美风险投资协会教育委员会主席。

刘小兵博士于 2015 年 1 月毕业于上海同济大学，进行绿色产业政策及产融结合方面的研究，曾在住房和城乡建设部与工业和信息化部进行过绿色建筑和绿色工业方面的产业发展及相关产融结合等方面的研究，对于公共政策有深入研究和独立理解，对于产业投融资和相关公共政策有较为丰富的经验。刘小兵博士于 2016 年加入中科院虚拟经济与数据科学研究中心风险投资研究室，目前研究领域侧重于影响力投资、天使投资和风险投资等方向。

刘曼红教授，Pascal Levensohn 先生，及刘小兵博士希望将这本著作献给成思危先生和那些对于风险投资事业感兴趣的年轻学者以及众多从事风险投资实业的人士。

作　者

2017 年 5 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目 录

第一章 风险投资的概念 …… (1)
本章摘要 …… (1)
关键词 …… (1)
第一节 风险投资的定义 …… (1)
第二节 风险投资与创新 …… (10)
第三节 风险投资家 …… (18)
本章思考题 …… (34)

第二章 风险投资与创业企业 …… (35)
本章摘要 …… (35)
关键词 …… (35)
第一节 创业者与风险投资家 …… (35)
第二节 创业企业的发展阶段与融资模式 …… (42)
第三节 投资模式与企业发展阶段 …… (53)
第四节 风险投资保险制度 …… (60)
本章思考题 …… (62)

第三章 风险投资的简史及作用 …… (63)
本章摘要 …… (63)
关键词 …… (63)
第一节 风险投资的初创 …… (63)
第二节 风险投资发展简史 …… (66)
第三节 风险投资对于经济发展的作用 …… (75)
本章思考题 …… (83)

第四章 风险投资的融资 …… (85)
本章摘要 …… (85)
关键词 …… (85)
第一节 风险资本的来源 …… (85)
第二节 中国风险投资的来源 …… (89)
第三节 风险资本的募集
——以私人风险投资公司的融资为例 …… (91)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本章思考题 …… (93)
附件 合伙协议范本 …… (95)

第五章 风险投资的投资运作
——商业计划书 …… (107)
本章摘要 …… (107)
关键词 …… (107)
第一节 商业计划书——重要性 …… (107)
第二节 商业计划书——必要内容 …… (109)
第三节 商业计划书——基本形式 …… (113)
第四节 商业计划书——弦外音 …… (117)
附录：商业计划书——实例 …… (119)
本章思考题 …… (128)

第六章 风险投资的投资过程
——尽职调查 …… (129)
本章摘要 …… (129)
关键词 …… (129)
第一节 项目的筛选 …… (130)
第二节 尽职调查 …… (131)
第三节 风险投资的价值评估 …… (138)
第四节 投资条款：Term sheet …… (143)
本章思考题 …… (153)

第七章 风险投资：投资后管理 …… (155)
本章摘要 …… (155)
关键词 …… (155)
第一节 投资后管理概述 …… (155)
第二节 管理层更迭 …… (157)
第三节 董事会冲突与解决 …… (169)
本章思考题 …… (173)

第八章 风险投资的退出 …… (175)
本章摘要 …… (175)
关键词 …… (175)
第一节 风险投资退出的几种形式 …… (175)
第二节 公开上市退出模式 …… (176)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三节 风险投资的并购方式退出 …… (179)
第四节 清算或破产 …… (182)
第五节 全球风险投资退出分析 …… (183)
第六节 中国风险投资退出机制现状 …… (192)
本章思考题 …… (196)

第九章 风险投资基金的设立 …… (197)
本章摘要 …… (197)
关键词 …… (197)
第一节 风险投资的组织形式 …… (197)
第二节 外商投资风险投资基金的设立 …… (201)
本章思考题 …… (209)
附录 …… (210)
附录 1 报备文件 …… (210)
附录 2 设立创投企业的程序 …… (211)
附录 3 设立创投企业应具备的条件 …… (211)
附录 4 必备合伙人（GP）应具备的条件 …… (212)

第十章 风险投资与天使投资 …… (213)
本章摘要 …… (213)
关键词 …… (213)
第一节 天使投资的概念 …… (213)
第二节 天使投资的作用 …… (221)
第三节 天使投资与风险投资的一致与区别 …… (228)
本章思考题 …… (235)

第十一章 风险投资的新风尚
——社会价值投资 …… (237)
本章摘要 …… (237)
关键词 …… (237)
第一节 风险投资的社会责任性 …… (237)
第二节 全球社会价值投资现状 …… (241)
第三节 社会价值投资与中国的改革发展 …… (246)
第四节 中国社会价值投资：供给侧 …… (249)
第五节 中国社会价值投资：需求侧 …… (257)
第六节 中国社会价值投资的标准和评估体系 …… (263)
第七节 中国社会价值投资的政策环境 …… (266)
本章思考题 …… (269)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十二章　国内外创业板市场的发展情况 …………………… (271)
本章摘要 …………………… (271)
关键词 …………………… (271)
第一节　创业板市场的概念、特点、功能及运作模式 …………………… (271)
第二节　中国的创业板市场 …………………… (275)
第三节　我国创业板的运行现状 …………………… (286)
第四节　美国纳斯达克市场 …………………… (293)
第五节　欧洲创业板市场 …………………… (299)
第六节　亚洲创业板市场 …………………… (303)
本章思考题 …………………… (313)

第十三章　中国风险投资的特征 …………………… (315)
本章摘要 …………………… (315)
关键词 …………………… (315)
第一节　中国风险投资的体制及制度特征 …………………… (316)
第二节　中国风险投资的市场环境特征 …………………… (327)
第三节　中国风险投资的其他特征 …………………… (333)
本章思考题 …………………… (339)

后记 …………………… (340)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

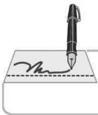
第一章

风险投资的概念



本章摘要

风险投资译自英文"Venture Capital",是由专业投资者投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。本章从投资者角度对风险投资这一词汇进行介绍,包括三个方面内容:风险投资的定义与特征、风险投资与创新的关系、风险投资家。



关键词

风险投资　风险投资的"12345"　技术创新　核心竞争力　风险投资家

第一节　风险投资的定义

一、什么是风险投资

(一)风险投资的定义与内涵

按照美国风险投资协会的定义:风险投资(Venture Capital,在我国又翻译成创业投资,下同)是由专业投资者投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。[①] 风险投资是由有经验的专业人士运作的一种资金运作模式。风险投资家不仅对所投企业提供资金,更重要的是他们为所投企业提供管理经验,提供市场及未来发展的联系渠道。

第一,风险投资是一种金融模式,但它非同一般金融模式,它是一种新型的金融运作模式。它遵从一般金融运作模式的规律:运作的是资本,投入的是资本,取出的还是资本。它是通过资本的一入一出赚取资本增值的。

第二,风险投资虽然投入的是资本金,但它所投入的对象不是企业公开发行的股

① 美国风险投资协会:National Venture Capital Association.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票，不是资本市场，不是期货，也不是不动产，风险投资投的是企业。特别地，风险投资所投的企业不是上市公司，而是非上市公司，是新兴的，或正在迅速成长的、还没有上市的企业。因此，风险投资又不是一般金融，它是通过投入企业，并参与企业的成长壮大过程，最终从成功企业退出而获取利润的一种新兴的资本运作模式。严格地说，风险投资获取的是资本的增值。风险投资的真谛在于帮助创业者建设企业，从这个角度看，将“Venture Capital”翻译成“创业投资”是不无道理的。

第三，风险投资一般投入到新兴的创业的企业，不是投入到一般的创业企业，而是投入到那些具有巨大增长潜力的企业，那些代表朝阳产业的企业，那些能够给风险投资家带来丰厚利润的企业。从这个角度看，风险投资不是对一般创业企业的投资，而是对那些优秀创业企业的投资。以美国为例，每年美国有 1 百万人创业，而风险投资投入的创业企业却寥寥无几。2008 年，美国风险投资共投入 281 亿美元，投入 3 276 个项目，平均每个项目的风险投资额为 857.7 万美元。

风险投资投入的往往是新兴的创业企业，但其投资对象绝不是一般创业企业，而是那些能够迅速增长的，具有巨大收入潜力的企业。不少人认为风险投资投入的不是创新，而是增长，这种说法不无道理。然而，没有创新内涵的增长，收入不可能持续增长。风险投资关注的是那些具有明显增长性的创业企业。街头巷角的夫妻店也是创业，也为经济创造就业，为国家的经济发展作出贡献，但他们一般不是风险投资青睐的对象。原因在于这些企业虽然是新兴的创业企业，也为社会经济发展增加就业，其营业收入也是国家 GDP 的组成部分，但它们的发展往往比较稳定，其运作模式与迅速增长的创新型企业不同。这些企业虽然是国民生产总值中不可忽视的组成部分，但却不是风险投资的投资对象。

第四，运作风险投资的职业经理人是基金管理者，是风险投资家。风险投资家本身往往不是资本家，即他们本人不一定拥有大量资本，他们是为拥有大量资本的投资者（通常是机构投资者）管理资本的。风险投资家虽然不是资本家，但他们仍然很富有，他们的富有不是表现在雄厚的资本上，而是表现在内在能力上，他们是未来的富翁。风险投资家拥有一种无形资本：他们有经验，有一定的教育背景，有关系网，有鉴别好坏项目的能力，有洞察市场发展趋向的眼光。他们是从投资者那里获取资本，进行投资的。换句话说，风险投资家是用别人的钱进行投资。这一点与天使投资家大不相同。

第五，由于风险投资投入的是那些还在雏形中的项目或企业，或者正在成长过程中的企业，这种投资具有很高的风险。风险投资具有“高风险，高收益”的性质。事实上，风险投资的高风险是现实的，而其高收益却是潜在的；风险投资的高风险是确定的，而其高收益却是不确定的。从这个角度上说，风险投资的性质应当是“高风险，高预期收益”。

（二）风险投资概念的来源

风险投资英文为“Venture Capital”，在我国又译为创业投资。Venture Capital 这一行业起源于第二次世界大战后的美国。业内人士普遍认为，最早的风险投资是 1946 年设立于美国波士顿的美国研究与发展公司（American Research and Development，ARD）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，几乎与此同时，另一家公司 J. H. Whitney & Co. 也于 1946 年 2 月宣告成立，有人认为这家公司才是第一个风险投资机构。无论是 ARD 还是 J. H. Whitney，他们在最初并没有明确地把自己的经济活动定义为“风险投资”，也并没有把自己的公司定义为从事风险投资的公司。然而，他们所实际从事的的确是风险投资事业。可以说，这两家公司所从事的是一种新型的资本运作模式，它们是风险投资的鼻祖。

风险投资是一门实践性很强的学科，有人说，学习风险投资就像过去的学徒跟师傅一样，要在实践中一点一点积累经验，才能学到其中的真谛。风险投资是实践的综合和总结，就连风险投资这个概念也是从实践中得到的。风险投资家们并没有坐在一起，设计好风险投资的运作模式，确定了风险投资的名称，然后再运用于实践，而是根据当时经济的需要提供了这样一种资金运作模式，因此是经济生活本身创造了风险投资。

那么，风险投资（Venture Capital）这一名词是怎么产生的呢？这里有一段很有意思的故事。由哈佛商学院出版社（Harvard Business School Press）出版的名为 *Done Deals：Venture Capitalists Tell Their Stories* 一书中，我们第一次领略了“Venture Capital”这一概念的由来。当 J. H. Whitney & Co. 最初从事投资活动时，纽约时报把他描述成为“纽约的一家投资银行”。这种称呼使得 J. H. Whitney & Co. 的投资家们感到十分不自在。他们自认为所从事的不是传统的投资银行业务，而是与其完全不同的一种新型业务。于是在 J. H. Whitney 公司内部，一场热烈的具有历史意义的讨论展开了。投资家们试图为他们所从事的这种新型投资活动冠以一个名称，使之区别于传统的投资银行业务。在讨论中，他们认为应当突出冒险（Adventure）这一概念，因为，这种经济活动具有很大的冒险性，并且还提出，应当把风险（Risk）这一概念也包含在内，因为这是一项风险很大的投资活动。当时的执行合伙人 Benno Schmidt 先生建议把 Adventure 和 Risk 两个概念组合，并首次提出了“Venture Capital”的概念。①

这样，一个新兴的具有巨大生命力的特殊的资本运作模式便以“Venture Capital”这样一个名称问世。

（三）风险投资与创业投资

风险投资的概念从一开始就包含着“风险”的涵义。在很多著名投资学、金融学和经济学词典中，“Venture Capital”一词是与“Risk Capital”混用的，如已再版八次的 *Barron's Financial Guides：Dictionary Of Finance And Investment Terms* 提到，“Venture capital”又被称为“Risk capital”。② 在 *MIT Dictionary of Modern Economics*（麻省理工学院当代经济学大词典）中，条款“Venture Capital”下标注“请参见 Risk Capital”。③ 在

---

① Done Deals：Venture Capitalists Tell Their Stories by Udayan Gupta（Editor），Publisher：Harvard Business School Press；（September 2000），page 98 -99，这本书已被译为中文，《做交易——风险投资家的故事》，人民邮电出版社，2002 年，感兴趣的读者可以从该书的第 62 页找到这段有趣的历史。

② Barron's financial guides：Dictionary of finance and investment terms. Fifth edition，By john downes，Jordan Elliot Goodman，2002，Page 687；venture capital，also called risk capital.

③ David w. Pearce. The MIT dictionary of modern economics [M]. 4th edition. Massachusetts：the MIT press，1992：53.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目前国内外金融学界比较权威的 *Palgrave Dictionary of Money and Finance*（帕尔格雷夫金融大词典）中，“Venture Capital” 也被解释为 “Risk Financing”。① 哈佛大学出版的风险投资家名人录题目为 *Who's Who in Risk Capital*。②③④ 学术研究中，将 “Venture Capital” 与 “Risk Capital” 混用的论文、专著比比皆是。

正因为风险投资的这一内涵，不仅在中国，而且在很多非英语国家，尤其欧洲各国，英文 “Venture Capital” 一词往往被译为他们本国文字的 “Risk Capital”（风险资本）。如：法语将 “Venture Capital” 译为 “Capital Risque”，即为风险资本；意大利文中 “Venture Capital” 则为 “Capitale Rischio”；德文为 “Risiko-Kapital”；荷兰文为 “Risicodragend Kapitaal（Risk Taking Capital）”；以色列文（希伯来文）为 “| lɔ'o| l⊓”（从右向左读，意为风险资本）。此外，有些国家（如韩、日）最初将 “Venture Capital” 译为风险资本，后又直接采用英文原文 “Venture Capital” 的日文译音 “Katakana”。俄文直接使用英文 “Venture Investment” 的俄文译音 “venchurnye investirovanie”；在西班牙语为官方语言的拉丁美洲，人们对于英文专业名词的翻译一般持比较谨慎的态度，多数情况下，直接采用英文原文，不过对于 “Venture Capital”，他们却有一个通用的西班牙语词汇 “Capital De Riesgo”，即风险资本。

“Venture Capital” 同时也被翻译为 “创业投资”，如中国大陆及港澳台地区。事实上，1986 年国内第一家风险投资公司即命名为 “中国科技创业投资公司”。“创业投资” 也同样反映了 Venture Capital 的实质。如上所述，风险投资既不是一般的金融投资，也不是一般性质的资本运作，这一点往往被人们忽略。风险投资的真谛是什么？风险投资不仅仅为创业者提供资本，更重要的是，它帮助创业者建设企业；风险投资家不仅仅为了赚钱，更重要的是，帮助企业家创造新型的、具有巨大发展潜力和未来市场的企业。风险投资家威廉·伊根（William Egan）先生曾诙谐地说道，如果你只想赚钱，就去做一名企业家；如果你既想赚钱，又想结识一些有意思的人，帮助这些人实现他们的创业梦想，就来做风险投资家。事实上，许多风险资本家自身就是成功的创业者，如阿瑟·洛克（Arthur Rock）先生，他既是美国风险投资的先锋之一，又是一些成功企业的创建人，著名的英特尔公司就是洛克先生创建的。风险投资家从资金投入到初创企业的那一刻起，本身就成为创业者之一，他们与创业者共同承担创业的风险，共同为企业的成功努力，也共同分享创业的成果。

二、风险投资的特征——风险投资的“12345”

为了便于读者了解风险投资，我们把风险投资的概念总结为五个要素，简称为风险

---

① Peter Newman, Murray Milgate, John Eatwell. The New Palgrave Dictionary of Money and Finance [M]. London: Palgrave Macmillan, 1992.

② Who's Who in Risk Capital: United Kingdom (Harvard Business Review Paperback Series), Paperback [M]. Brighton: Harvard Business School Publishing, 1991.

③ 同上。

④ 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资的“12345”：①

1. 风险投资是一个循环
2. 风险投资包含两个代理关系
3. 风险投资由三个方面参与
4. 风险投资有四个运作阶段
5. 风险投资具有五大特征

（一）风险投资是一个循环

风险投资从融资到投资，到投资后管理，到退出，是资本运作的一个循环。从这个意义上讲，风险投资是金融。当然风险投资不仅仅是金融，风险投资的核心是创新，是帮助创业企业成长壮大。但另一方面，由于风险投资的运作是一个循环，它以资本的形式投入，最终以资本的形式退出，因此，风险投资又是一种典型的资本运作模式（见图 1.1）。从这个意义上说，风险投资是金融。风险投资是金融下面的一个子范畴。

从图 1.1 中可以看出，风险投资的过程形成了一个从资本再到资本的循环：即从原始资本到增值后资本，从资本的筹集到资本的投入，从投入企业后的积极参与到被投企业成功后资本的退出。风险投资的这个性质使得它具有了一般资本的最基本特征：资本以现金（Cash）的形式投入，以现金（Cash）的形式退出，并带给投资者一定的利润，有时是高额利润。

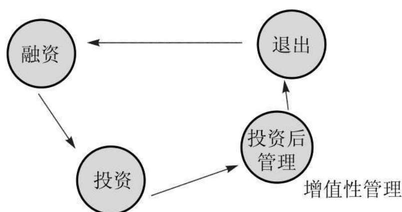


图 1.1 风险投资：一个循环

（二）风险投资的过程具有两个代理关系

按照现代经济学理论，委托代理关系是一种会产生一定成本的经济关系。委托代理关系具有委托人（Principal）和代理人（Agent）两个方面。委托代理是根据委托人的委托授权而产生的代理关系。委托人是被代理人，又称为委托代理人，代理人又称为被委托人，或受托人。

一般地，委托代理建立在一定的法律关系，即委托合同关系之上，这种委托关系也可以是劳动合同关系、合伙关系、工作职务关系。委托合同由委托人和受托人约定，由受托人处理委托人事务的合同，因此，这种关系被称之为委托代理。委托代理关系的建立，还必须经过被代理人向代理人授予代理权，委托代理关系才能确立。因此，被代理人的授权意志是委托代理关系最终建立的关键。委托代理关系往往产生委托代理成本，这是因为委托人将某些决策权委托给代理人，代理人以委托人的名义从事各种活动。如果委托代理关系中的双方都追求效用最大化，那么代理人就不可能完全按照委托人的利益行事。

虽然在委托代理合同中，委托人要求代理人为委托人本身的利益服务，但在现实生活中，代理人可能为他们自己的利益服务。为了防止这种现象的发生，委托人必须设计

① 风险投资的“12345”由刘曼红教授在她 2003 年风险投资课程讲义中首次提出，此后，她在授课过程中逐渐将这个概念加以修改和补充。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出一种合适的激励机制和监督机制以限制代理人偏离委托人的行为，这就产生了委托代理成本问题。有时，委托人要求代理人支付一定的保证费，用以保证后者不从事对前者不利的行为，或者规定一旦代理人采取此种行为，必须向委托人作出赔偿。委托代理关系总会产生监督成本和保证成本。

在风险投资的运作过程中，委托代理关系是相对复杂的。风险投资过程出现两种代理关系，即风险投资具有双重代理关系（见图 1.2）。

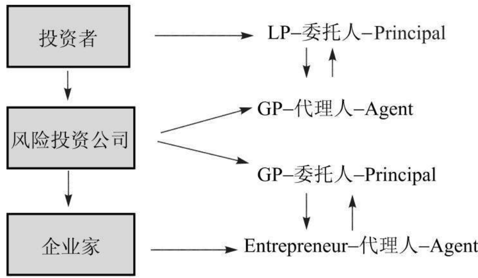


图 1.2 风险投资：两个代理关系

如图 1.2 所示，风险投资中的两种代理关系表现在：当投资者［在有限合伙制关系中投资者即有限合伙人 LP（Limited Partner）］将资金交给风险投资家［在有限合伙制中风险投资家即资金管理者或 GP（General Partner）］管理时，投资者与风险投资家产生了一种委托代理关系，这里，投资者 LP 是委托人，而风险投资家 GP 是代理人。风险投资家代理投资者将资金投入到具有增长潜力的生气勃勃的企业中去，以为投资者获取较高的投资收益。这是风险投资过程中的第一层委托代理关系。但当风险投资家将风险资本投入企业中去，风险投资家却摇身一变，从代理人转变为委托人，而企业家成为代理人。风险投资家将资金委托给企业家管理。这时出现了风险投资的第二层代理关系。

如前所述，代理人应当对委托人负责，代表委托人的利益，但有时代理人难免把自己自身的利益放在委托人利益之上。为了避免这种情况的发生，委托人往往要对代理人进行监管，这就产生了代理成本。在风险投资运行过程中，投资者（LP）往往通过各种方式对于风险投资家（GP）进行监管控制。同样，风险投资家也通过各种机制对企业家如何运用资金加以监控。当然，由于情况不同，背景不同，投资者对于风险投资家的监控与风险投资家对于创业者的监控有所不同。

（三）风险投资的三个参与者

风险投资家本身没有资本，或没有足够的资本。他们需要向投资者融资，融到资金后，他们再将资金投入到企业家身上。这样看来，风险投资有三方面的参与者：投资者、风险投资家和企业家（见图 1.3）。

图 1.3 清晰地说明了风险投资过程中的三个参与者的关系：投资者提供资本给风险投资家，风险投资家再投资给他们所选中的企业。值得注意的是，图 1.3 中的三个投资者并不是说投资者只有三个，那三个圆形代表若干投资者，同样，三个被投企业代表若干被投企业，而一个长方形并不是说风险投资家仅有一人，风险投资家作为一个机构（往往是风险投资公司），而投资者、被投企业则往往是不同的机

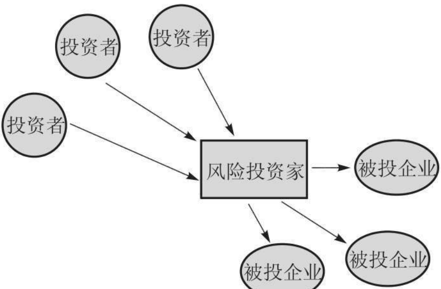


图 1.3 风险投资的三个参与者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

构。这里，投资者可以是一个（往往是公司型风险投资基金），也可以是若干个。他们可以是机构投资者，也可以是个人或家庭。而被投企业从来不可能仅有一个。风险投资家为了分散投资风险，他们绝不会把所有的鸡蛋放入同一个篮子，也就是说绝不会把所有的资本投入一个企业中去。

在风险投资的整个运作过程中，风险投资家作用于投资者和企业家之间。既然风险投资家本身没有足够的资本，他们为什么还要做风险投资呢？同样，既然投资者有足够的投资资本，他们为什么不亲自投资呢？我们这里首先回答后一个问题。投资者虽然拥有大量的资金，他们未必有足够的时间亲自从事风险投资的操作。即使他们有闲暇的时间，他们也未必具有丰富的经验和经历从事风险投资业务。我们知道，风险投资的投资者可以是机构投资者，也可以是富有的个人或家庭。无论是机构投资者或个人，他们都缺乏风险投资家经过长期培养所特有的企业投资经验，及他们特有的素质和能力。富有的个人或家庭可能有充分的时间，但他们没有必要，也没有兴趣亲自管理自有资本。机构投资者可能具有一定投资经验，并且往往也是非常出色的资金管理者，但一方面，他们本身管理的资本很大，不一定有时间管理投入风险投资的资本；另一方面，他们希望使自己管理的资本风险分散化，以达到减少风险的目的。而把他们手中管理的资金的一小部分投入风险投资基金，是风险分散化的一种方式。此外，机构投资者本身虽然具备优秀的资质和能力，但是未必具有风险投资家所需要的与初创企业打交道的经验，与其亲自投资，不如请风险投资家帮忙。

经验与教训使机构投资者和富有个人或家庭知道，他们自己投资所获取的收益要远远低于风险投资家为他们投资所获取的收益。即使他们要支付给风险投资家相当的费用，包括工资、佣金，及利润分成，他们所能够得到的最终收益率也要高于他们亲自投资所带来的收益。现在回答上述第一个问题，为什么风险投资家没有足够的资本，却要从事风险投资业务？道理很简单：风险投资家在从事这一事业前首先要有坚定的自信心——他们能够成功。风险投资家具有鉴别和筛选项目的能力，具有投资到创业企业的经验，能够对于市场发展高瞻远瞩，他们唯一缺乏的是雄厚的资本。他们的所长，正是投资者的所短；同样，投资者的所长正是风险投资家的所短。这样，风险投资家与投资者的结合是二者取长补短，相辅相成的必然结果。

风险投资的第三个参与者是被投企业，在典型的风险投资过程中，这些被投企业通常是新兴的创业企业。投资者与风险投资家联手，将资金投入具有巨大发展潜力的企业。风险投资的整个运作过程，最终要落实到企业上。能否实现风险投资所追求的超额利润，关键要依靠企业的成长壮大。

总之，风险投资的三个参与者，缺一不可。三者相辅相成，达到共同的目标：使所投企业成为成功的企业。只有这样，投资者、风险投资家和企业家才能各有所获，达到其理想的目标。

（四）风险投资的四个运行阶段

风险投资从融资到投资，到投资后管理，到退出，要经历四个阶段（见图 1.4）。

风险投资家首先要从投资者那里融资，构成资金池。融资成功后，风险投资家对于所筛选的企业投资，以获取股权。投资后，风险投资家不是袖手旁观，而是积极参与企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

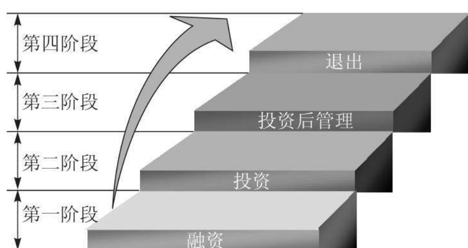


图 1.4 风险投资的四个阶段

业的建设，促进企业的发展。最终，风险投资家将资金退出所投入的企业。如投资成功，风险投资家在退出时会带有丰厚的利润，获取资本的增值。

进一步，风险投资过程的四个阶段分别是：

第一阶段：融资。即风险投资家从投资者那里筹措投资资本，形成资金池（Fund Pool）。在这个阶段，投资者是委托人，而风险投资家则是代理人。

第二阶段：投资。即风险投资家用所融资本通过一系列步骤投入到具有巨大发展潜力的企业中去。在这个阶段中，风险投资家成为委托人，而被投企业则成为代理人。这是风险投资过程中非常重要的一个阶段：风险投资家凭借自己的经验、背景、知识，以及自己的洞察力选择潜在的被投对象。这是一个十分复杂的过程，包括：对于项目的初步筛选；尽职审查；对于选中项目进行价值评估；与企业家就价值评估进行谈判；投资条款（Term Sheet）的设计；最终投资。在这个阶段中，风险投资家往往要作出两个决策：

（1）是否投资？

（2）以什么价格投资，即投入多少资本，以获取多少被投企业的股份？

这两个决策同样重要。即使是再好的企业，如果被投企业要价太高，即风险投资家的投资成本太高，也不是好项目。

第三阶段：投资后，风险投资家对于被投企业的积极参与，包括参加被投企业的董事会；参与被投企业重要管理人员的聘用及解雇；指导被投企业的市场、生产及发展规划设计；帮助企业再融资等等。

第四阶段：退出。风险投资家将资本投入企业后，成为企业的股东之一，从这个意义上，他们就是创业者。风险投资家往往被称为“创业者身后的创业者”。但风险投资家不会永远作为被投企业的股东，他们是要从被投企业中退出的。他们会在最佳时期，即企业价值相对较高的时候变卖他们的股权，从被投企业中退出。

对于风险投资四个阶段的分析，我们将在本书的第四章到第八章详尽论述。

（五）风险投资的五大特征

风险投资具有五大特征（见图 1.5），即：风险投资是对非上市企业的直接投资；风险投资所采用的是股权投资模式；风险投资是一种增值性的投资，即风险投资的关键特征是其积极参与投资后对企业的管理与监控；风险投资具有高风险、高（潜在）收益的性质；风险投资是一种长期性投资，人们称风险投资为“耐心资本”。

第一，风险投资的对象是没有上市的企业，从这个意义上说，风险投资是一种直接投资。典型的风险投资不仅投资于非上市公司，而且投资这些非上市公司的启蒙阶段。确切地说，风险投资往往投资于企业发展的早期，有时甚至是种子期。

第二，风险投资所进行的是股权投资，由于所投公司为非上市公司，所以风险投资是非公开权益资本的一种形式。非公开权益资本（Private Equity）又译为私人权益资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

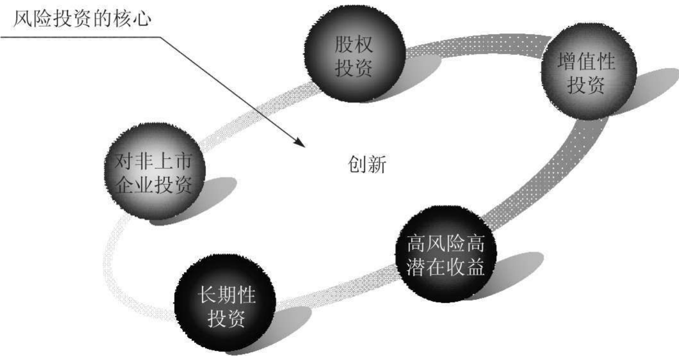


图 1.5 风险投资的五大特征

本。风险投资之所以不采用债权形式，而采用股权形式投资，是风险投资的内在因素所决定的。典型的风险投资是对企业初创期的投资，这时，企业还没有壮大成熟，没有足够的抵押品以获取银行贷款。债权融资对于这种企业是不合宜的。另一方面，风险投资在企业弱小时候的投资份额会随着企业的成长而壮大（见图 1.6）。

如图 1.6 所示，假定在企业还很弱小时，风险投资投入 30 万元，再假定风险投资家对该企业的资后评估（即投资以后对企业价值的认可）为 100 万元，这样风险投资占被投企业股份的 30%；若干年后，该企业已经成长壮大，风险投资家的股份虽然仍然占 30%，但其背后代表的资产却从 30 万元增长到 3 000 万元。风险投资投入的 30 万元，退出时带回 3 000 万元，这正是风险投资为什么以股权投资的原因。

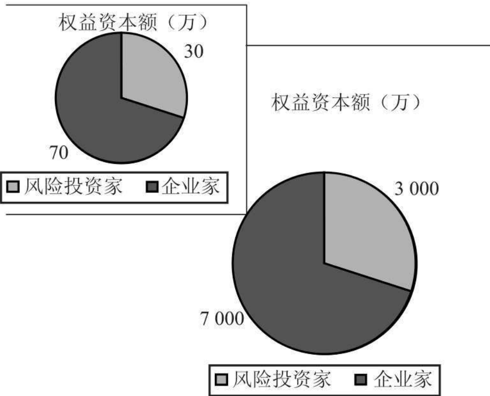


图 1.6 风险投资的权益资本投资

图 1.6 是一个饼的概念：如何把饼做大是风险投资的关键。风险投资家并不想取代企业家成为该企业的主人，他们迟早要退出的。他们投资于这个企业是要与企业家一同把这个饼做大。饼大了，风险投资家的份额增大了，企业家的份额也增大了。从这个意义上讲，风险投资家和企业家不是对立关系，而是合伙关系。二者相辅相成，以达到“双赢”的目的。

第三，风险投资是增值性投资，这是风险投资的一个非常重要的特征。被称为美国风险投资之父的 General Doroit 曾经反复强调风险投资参与被投企业的建设，达到“管理性增值”之目的。风险投资家不是投资后袖手旁观，不闻不问，坐等其成，而是积极参与所投公司的建设，包括公司高管人员的雇用；企业发展战略的制定；产品原料的开发；市场的开拓；财务情况的分析；企业的后续融资。特别是，风险投资家会帮助企业家设计公开上市的途径，寻找合适的投资银行，测定上市价格，做好一切上市准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四，风险投资具有高风险、高收益的特征。风险投资往往是投向新兴的创业企业，这些企业有的初具雏形，有的还处在产品试验期，有的虽然有一定的销售量，但产品仍然有待改进，市场份额还不稳定，产品技术质量需要进一步考验，这些不确定因素必定导致较高的风险。风险投资的高风险是由风险投资的本质所致，是风险投资内在的性质之一。风险投资家之所以勇于承担这种风险，是因为这种投资可能会给他们带来高收益。然而，风险投资的风险是一种必然性，而高收益却只能是一种可能性。如果风险投资的高收益是有保障的，是无疑的，风险投资自然就无“风险”可言。在一定条件下，风险投资的风险性是可以控制、疏导和规避的。然而，风险投资的收益却受到很多因素的制约。感兴趣的读者可以在众多的金融理论中找到风险与收益的关系。事实上，风险与收益的互换关系是金融理论的重要支柱之一。

正因为风险投资高风险的特征，风险投资家往往进行联合投资。与其他行业有所不同的是，风险投资家们、风险投资公司之间既是竞争关系又是战略伙伴关系。在很多情况下，他们是合作关系。为了规避风险，风险投资公司往往对于优秀项目进行联合投资（Syndicated Investment）。假定新创企业 ABC 是一家具有发展潜力的，由一支敬业的优秀团队管理的，代表朝阳市场的企业。风险投资家 X 经过对其考查审核，决定对其投资。X 会联合其他风险投资家，组织共同投资。假定风险投资家 Y 和风险投资家 Z 也看好企业 ABC，那么风险投资家 X、Y、Z 会联手对 ABC 进行投资。这里，风险投资 X 被称为“领投”，Y 和 Z 则称为“跟投”。因此，有些学者也将组织联合投资作为风险投资的另一个特征。①

第五，风险投资是一种长期性投资。如前所述，风险投资往往是对新创企业，或正在成长过程中的企业进行股权性投资。这种股权投资变现比较慢，流动性比较差。此外，企业获得风险资本后，或运用于流动资本，或运用于固定资本，成为企业日常运作的一个组成部分。而一个企业从小到大，从弱到强要经历相当长的时间。这就要求风险投资家具有长期眼光，急于求成是做不了风险投资的。风险投资家看重的是未来，是发展的潜力。正如风险投资被称为“耐心的资本”，风险投资家则被称为“投向未来的投资人”。

第二节　风险投资与创新

风险投资自身就是一种创新，风险投资是对于传统金融的一种创新。风险投资创造了一种商业模式，一种投资模式，一种资本运作模式，一种金融模式。Doriot 曾说，我们创造，我们承担风险，我们与众不同。②

---

① 成思危．风险投资在中国［M］．上海：上海交通大学出版社，2007.

② Spencer E. Ante. Creative Capital：Georges Doriot and the Birth of Venture Capital（Hardcover）［M］. Brighton：Harvard Business School Press，2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险投资是一种社会实验。①

1949 年，全美风险投资公司不到 10 家，其融资总额不足 2 500 百万美元。风险投资在世界面前还是一种新鲜事物。风险投资是一种社会实验："如果他们成功了，榜样的力量会吸引更多投资者进入风险投资这个行业来。"②

1952 年，财富杂志把风险投资这种新型的投资运作称为"波士顿的谨慎的赌博"。他们明确指出，"如果 ARD 失败了，或做得不怎么样，那么风险投资这种实验将不会为别人所重复。"③

然而值得庆幸的是风险投资没有失败，风险投资成功了，风险投资在世人面前显现了自己年轻的蓬勃的生命力。

一、创新与核心竞争力

习近平主席在 2016 年 5 月 30 日全国科技创大会、两院院士大会和中国科协第九次全国代表大会上作重要讲话。他指出在我国发展新的历史起点上，把科技创新摆在更加重要位置，吹响建设世界科技强国的号角。科技是国之利器，国家赖之以强，企业赖之以赢，人民生活赖之以好。中国要强，中国人民生活要好，必须有强大科技。新时期、新形势、新任务，要求我们在科技创方面有新理念、新设计、新战略。实现"两个一百年"奋斗目标，实现中华民族伟大复兴的中国梦，必须坚持走中国特色自主创新道路，加快各领域科技创新，掌握全球科技竞争先机。这是我们提出建设世界科技强国的出发点。

自主创新包括三个方面：一是原始创新，以获取科学发现和技术发明为目的；二是集成创新，将多种相关技术有机融合，形成新产品、新产业；三是引进消化吸收再创新。这三个方面，都与企业的生产研发密切相关，特别是后两个方面，主要是企业的任务，企业应担当自主创新的主角。无论是原始创新，集成创新，还是引进创新都是推进整个经济发展的巨大动力。

创新对于经济发展的推动作用是通过创新的商品化来实现的。一项高新技术的产业化，通常划分为四个阶段：技术酝酿与发明阶段、技术创新阶段、技术扩散阶段，技术向市场化转移和工业化大生产阶段。而风险投资进入的最佳时期往往是第三阶段，或第四阶段。具体地说，高新技术的四个发展阶段为：

（一）技术酝酿与发明阶段

这个阶段：从创意的酝酿，到实验室样品，再到粗糙样品。一般是科技创业家自己的研究成果，有许多发明是工程师、发明家在进行其他实验时的"灵机一动"。从成熟企业的角度看，这种企业面临三大风险，一是高新技术的技术风险，二是高新技术产品的市场风险，三是高新技术企业的管理风险。

---

① Hsu, David, and Martin Kenney, 2004, working paper, "Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973".

② Barron's (1949), "New Kind of Company Finance Ventures," February 21, 5-6.

③ Fortune (1952). "The Prudent Boston Gamble," November, 124.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）技术创新阶段

这个阶段的主要工作是：技术创新和产品试销阶段。这一阶段中完成了企业规划与市场分析，产品原型测试，进一步解决技术问题，排除技术风险；企业管理机构逐步组成；产品进入市场进行试销，同时听取市场意见，但产品试销仍未有收益；开始构思面向市场的产品原型。

（三）技术向市场化转移阶段

这个阶段是技术发展和生产扩大阶段。企业一方面扩大生产，另一方面开拓市场、增加营销投入，最后，企业达到基本生产规模。由于技术已经成熟，竞争者开始仿效，会夺走一部分市场。企业领导多是技术背景出身，对市场营销不甚熟悉，易在技术先进和市场需要之间取舍不当。企业规模扩大，会对原有组织结构提出挑战。如何既保持技术先进又尽享市场成果，这都是市场风险和管理风险来源之所在。企业面临的风险已从技术风险转化到市场风险和管理风险。

（四）工业化大生产阶段

这个阶段，一方面企业产品的销售本身已能产生相当的现金流入，另一方面技术成熟、市场稳定，企业已有足够的资信能力在市场中取得各种资源，进入稳定发展的过程。

在科技向商业化转化的过程中，第三阶段通常是风险投资进入的关键时期，有时，风险投资也在第四阶段进入。确切地说，风险投资与科技创新的结合往往出现在科技创新向市场化转化的过程中。风险投资往往不是直接投入到科技创新本身，而是投入在科技创新走向市场化的关键时刻，是科技创新与商业运行的结合点。

二、近代科技发展与风险投资

从近代电脑发展，我们可以看到风险投资的作用，及其促进电脑发展的轨迹（见图 1.7）。

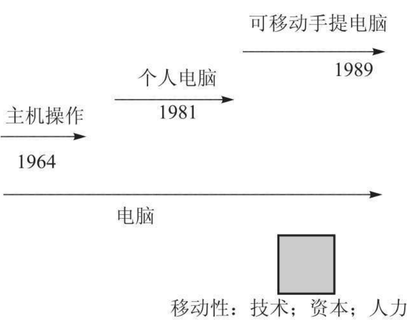


图 1.7　风险投资与创新 I①

风险投资对于计算机（电脑）的支持经历了主机操作（1964 年）；个人电脑（1981 年）；可移动手提电脑（1989 年）三个阶段。风险投资本身也在这几十年计算机发展的过程中发展、成长。今后，风险投资在 IT 这方面仍然会集中在可移动性方面，仍然会在技术、资本、人力的有机结合中充当一个重要角色。事实上，业内人士普遍认为，风险投资对于硬件的贡献大约为 25%，对于软件发展的贡献大约占 50%，而对于互联网发展的贡献度应当为 100%（见图 1.8）。

以美国为例，美国风险投资从兴起到发展到基本成型，经历了 20 世纪 60 年代的成长、70 年代的衰退、80 年代的复兴、80 年代末 90 年代初的低潮、90 年代中期后的蓬

① 刘曼红，中国人民大学财金学院《风险投资与风险投资管理》讲义，2004 年.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

勃发展以及21世纪初的下滑，后来的复兴，及2008年全球金融危机的打击等各种阶段。图1.9基本反映了这种发展脉络，从图中可以看出，美国风险投资业经过前期的兴起和基本成型后，虽然在各个发展阶段，有衰退、低潮，有成长、发展，但基本上都呈现一种小幅度的波浪式曲线，直到20世纪90年代后期，突然出现巨幅上涨，然后伴随21世纪初NASDAQ市场的急剧下跌，后又下滑，但后来又明显复苏，直到2008年金融危机。

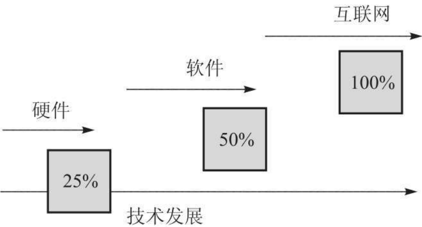


图1.8 风险投资与创新 II①

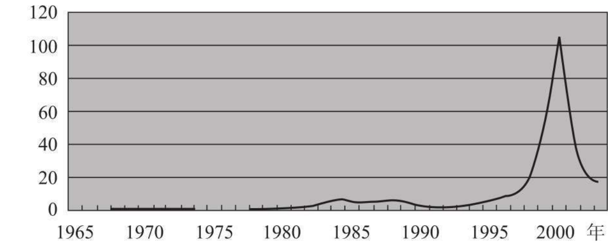


图1.9 美国风险投资的发展，网络泡沫（单位：10亿美元）

资料来源：根据 Venture Economics；VentureXpert 数据库材料整理.

如图1.10所示，美国风险投资基金规模自2002年以来直线上升。融资总额从2002年的39.4亿美元到2007年的346.8亿美元，增长了近10倍。与此同时，平均每个基金的规模从2002年的2 200万美元提高到2007年的1亿4 760万美元。

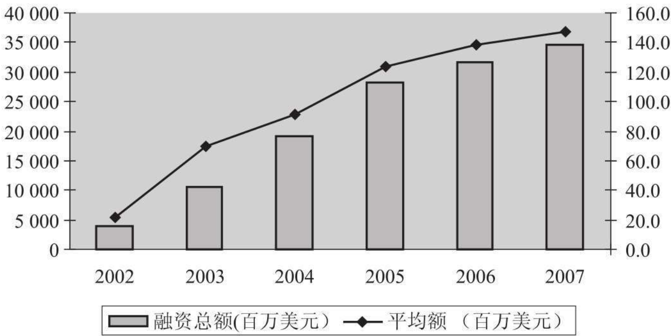


图1.10 风险投资进入新世纪后显著增长②

风险投资和科技创新是一对孪生兄弟，二者一起成长，共同提高。风险投资兴起时即伴随着二战军事技术创新的民用化发展，此后20世纪50年代的半导体硅材料、70年代的微型计算机、80年代的生物工程技术、90年代的信息产业、20世纪末的网络经济等，都离不开风险投资的身影，都是在风险投资的推动下完成产业化并最终获取巨大回报的。

美国风险投资具有区域性特征，主要集中在加利福尼亚州和马萨诸塞州，尤其聚集

① 刘曼红，中国人民大学财金学院《风险投资与风险投资管理》讲义，2004年.

② 美国风险投资协会网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在硅谷和波士顿 128 公路，因为这里汇聚了大量高新科技创业型企业，非常便于风险投资公司与创业企业的密切交流。美国风险投资的另一个显著特点就是，主要投资对象集中在中小型高技术企业，约有 3/4 的风险资本投向软件开发、通信、计算机设备制造、生物制药、消费品等高技术领域。

此外，美国的小企业投资公司计划，实际上是政府希望通过增加风险资本的供给促进技术创新发展的一次尝试和努力。在风险资本供给不足的 20 世纪 60 年代和 70 年代，小企业投资公司计划对于美国技术创新的发展和科技成果的产业化，确实起到了重要的促进作用。更为重要的是，政府的小企业投资公司计划让更多民间投资者认同了风险投资这种新的投资方式，从而吸引了大量的资本进入风险投资这一行业。

在 20 世纪 80 年代之前，美国各风险投资公司的投资战略和项目选择原则几乎一致，那个时候，风险投资公司几乎都采取“一般型”投资战略，采取这种投资战略的风险投资家又称为“全能型风险投资家”（Generalist）。而到了 20 世纪 80 年代，随着风险投资业的重新繁荣和竞争加剧，各风险投资公司开始各辟蹊径，力求在某一个投资领域取得相对优势，如有的公司主要定位于计算机行业，有的公司主要关注生物技术，有的公司着重倾向于工业自动化等。风险投资公司开始采取“专业化型”投资战略，采取这种投资战略的风险投资家又称为“专项型风险投资家”（Specialist）。由于技术的创新和社会需求的变化，不同行业的增长速度又有所不同，导致了 20 世纪 80 年代美国风险投资业投资方向和行业结构发生了变化。在 1980 年，美国风险投资公司主要关注计算机硬件、计算机软件、其他电子产品、生物技术、医疗卫生、能源及自然资源、工业自动化、工业制成品、消费品、通信等行业，占比分别为 19%、3%、9%、6%、7%、9%、3%、10%、7%、9%；到了 1988 年，上述行业占比分别发生了变化，分别为 14%、12%、10%、10%、14%、1%、1%、6%、16%、16%；其中计算机软件、生物技术、医疗卫生、消费品、通信等行业的投资比例增加了，而计算机硬件、能源及自然资源、工业自动化、工业制成品等行业的投资比例下降了。

进入 20 世纪 90 年代以后，人类在基因工程、医药产业、生物工程、计算机、信息通信及自动化设计等诸多技术领域取得了重大突破，科学技术水平处于一个飞速发展的阶段，特别是计算机网络工业的兴起彻底改变了人类的生活空间。这些高新科技的发展在改善人们生活的同时也给风险投资家们创造了机遇。美国的风险投资家们敏锐地捕捉到了这一机遇，将风险资本主要用于高新科技领域，在把科技转化为巨大生产力的同时，也获取了超额利润。这也是美国近十几年来经济持续高速增长的主要原因。如果我们跟踪一下美国最近风险资本的走向就可以看到：美国风险投资的热点基本反映了科技发展的最新趋势，它在计算机硬件、生物技术、医药、通信等行业的投资超过了其总投资的 90% 左右。① 图 1.11 反映了美国风险投资业 1990 年至 2000 年的行业分布情况。

进入 21 世纪，特别是近五年里，风险投资资金在电子商务、移动互联网、金融科

---

① 刘曼红，（美）兹维博迪．风险投资与中国金融体制改革［M］．北京：中国金融出版社，2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

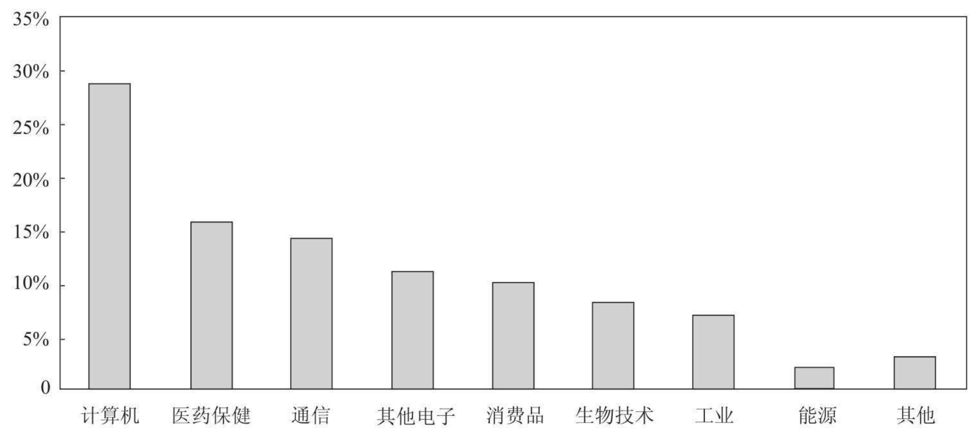


图 1.11 20 世纪 90 年代美国风险投资行业分布

资料来源：Venture Economics：VentureXpert 数据库 .

技、医疗保健、北京网络、生物技术、人工智能等新兴技术和应用创新领域的投入都有着持续增长的趋势。

三、风险投资与创新的关系

风险投资的核心是创新。①对于这个论点，斯坦福大学教授 Ronald J. Gilson 曾作了深入的分析，他明确指出，风险投资是连接金融与创新的桥梁。② 风险投资是弥补“创新缺口”，即创新与其商品化之间差距的资金。③ 风险投资是以金融的一种形式——非公开权益资本投入创新，并帮助创新实现其商业价值的一种资本运作模式。从某种意义上说，风险投资不是对创业企业的投资，而是对创业企业的创新项目的投资，是对具有创新内容的创业企业的投资。没有创新的企业，是不可能融入风险投资的。

风险投资与创新的关系既直接又间接。这里，创新不仅指科技创新，也包括非科技创新。熊彼特（Schumpeter，1912）早在 20 世纪初就指出，创新包括产品创新、技术创新、市场创新、材料来源创新及组织创新。④ 风险投资支持的创新，包括所有形式的创新。

① OECD (1996), Venture Capital and Innovation, [OCDE/GD (96) 168].

② Ibid, Ronald J. Gilson.

③ Dubocage E. et Rivaud-Danset D., 2004, “The Development of Venture Capital in Europe, the Role of Public Policy”, in Capital Market Development and the Economy, Tokyo Club Papers, n°16, pp. 76-117.

④ J. A. 熊彼特 . 经济发展理论 . [G] //胡代光，厉以宁 . 现代资产阶级经济学主要流派 . 北京：商务印书馆，1982：254.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险投资对于创新，尤其是科技创新的直接贡献已经为许多学者所讨论,①②③ 事实上，没有风险资本的支持就不可能有今天与我们生活不可分割的网络事业。但到目前为止，关于风险投资对于科技创新贡献程度的统计分析还不是很多。哈佛大学甘珀斯和勒那教授等学者提出，从 1983 年到 1992 年，美国的风险资本虽然仅占公司 R&D 资金的不足 3%，但对于科技创新的贡献度大约为 8%。④ 风险投资对于经济的重大作用近年来更为明显。从资本总量看，2015 年风险投资本身只占美国 GDP 的 0. 3%。与证券、期货、房地产投资相比，风险投资只是一个规模很小的资产类别。但是，风险投资支持的公司（以下称为被投企业）对美国经济的影响却非常大。如 2015 年被投企业创造了大约 1 800 万个工作岗位，占到整个私人部门就业的 11%，同时，这些被投企业共创造了将近 4 万亿美元的 GDP，占到了整个美国 GDP 的 23%。⑤

风险投资与创新存在一定的间接关系。风险投资支持创新是通过为具有创新内涵的企业注入资本金，帮助企业创业来实现的；是通过促进创新的商品化、市场化来实现的。许多学者阐述过这个观点，如 B. Zider 曾明确指出，风险投资很少直接支持创新本身，而是支持创新过程的下一个阶段：即创新的产品化过程。⑥ 没有创新的商品化，就不可能实现创新的价值。

机会与风险共存。风险投资对于风险具有较高的容忍度，是因为它对于机会的不懈追求。为了追逐高额回报，风险投资往往投入那些快速增长的具有巨大市场潜力的企业，而只有创新型企业才能做到快速增长。没有创新内容的企业或许可以稳定发展，或许可以较快地发展，但只有具有创新内容的企业，不管是不是科技创新，才可能快速发展。风险投资不仅投入高新科技企业，有时也投入传统企业，只要它具有创新内涵。Google 的发展不仅由于其具有科技创新的内涵（搜索引擎），而且具有商业模式的创新；而 Amazon. com 的快速发展主要依赖于它的商业模式创新。中国的传统行业企业“蒙牛”之所以受到风险投资的青睐，不是因为它的科技含量，而是在于它的生产工艺过程和市场创新带来的快速发展。⑦

风险投资与高新科技的关系是我国学术界比较关心的问题之一。风险投资作为一种资本运作模式，追逐的是高收益，只要具有潜在的高收益，就是风险投资青睐的对象。然而，纵观风险投资几十年的历史，它与高新科技的发展息息相关。⑧ 原因不在高新科

① The Money of Invention：How Venture Capital Creates New Wealth（Hardcover）2001，Paul A. Gompers，Joshua Lerner，HBS Press.

② U. Wupperfeld，J. Lerner，Oliver Pfirrmann. Venture Capital and New Technology Based Firms：An Us-German Comparison（Technology，Innovation and Policy，Vol 4）. Vienna：Springer Verlag，1997.

③ Brian E. Hill and Dee Power，*Inside Secrets to Venture Capital*，Hardcover，John Wiley & Sons，1st edition（2001）.

④ Short Term America Revisited-Boom And Bust In The Venture Capital Industry And Its Impact On Innovation. By Paul Gompers And Josh Lerner，Prepared For Innovation Policy And The Economy，Volume 3，2002.

⑤ National Venture Capital Association 2009 Yearbook，prepared by Thomson Reuters.

⑥ Ibid. Zider.

⑦ 2002 年 10 月 19 日，“第五届中国成长企业 CEO 峰会”表彰的 1999—2001 年度中国超速成长百强企业（非上市、非国有控股）中，蒙牛乳业以 1 947. 31% 的成长速度名列榜首。

⑧ Gompers，Paul and Joshua Lerner. The Venture Capital Cycle［M］. Cambridge：MIT Press，1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

技本身，也不在风险投资是否以投入高新科技为其宗旨，而在于第一，高新科技往往具有科技创新内容，而创新是高速发展的必要条件；第二，高新科技往往成为一种市场再进入的障碍（Barrier to Entry），使得该项目在一定的时间内具有市场垄断地位，以保证企业家及投资人获取高额利润，而专利既是科技知识产权的保证，又是具有专利的高新科技项目的市场垄断地位的保证。

正如风险投资与高新科技的关系，风险投资与政府支持的关系也可以其创新的内涵解释。风险投资被誉为经济发展的发动机，这是由于风险投资是对一个国家经济发展的未来的投资，是对一个国家的新的增长力的投资，是对一个国家的国际竞争力的投资。因此，各国（地区）政府都大力支持风险投资，古今中外，毫无例外。[1][2][3] 政府对风险投资的支持尤其体现在其对科技企业的投资上。[4]

政府对风险投资的支持不仅存在其必然性，也存在其必要性。[5] 风险投资对创新的支持为一个国家创造了一种经济的“外部性”。外部性是指个人的经济行为对社会所造成的利益或损失大于他（她）个人所获取的经济收益或所付出的经济成本，前者为正外部性，后者为负外部性。风险投资为一个国家的经济发展产生显著的、强有力的外部性，它是追逐高额利润的一种个人经济行为，但它同时为整个国家，乃至整个社会带来巨大的收益。风险投资在就业、科技创新、出口、改善整个经济结构、增强国际竞争力等诸方面起了关键作用，[6] 它投入的是一个国家的经济未来。[7][8] 风险投资的这种外部性从另一个层面说明了风险投资与高新科技的内在关系。DaRin, M. et al.（2004）曾以“创新率”，即风险投资投入高新科技企业与风险投资全部投资额的比率，来衡量一个国家的风险投资活跃状况，及它对于经济发展的推动作用。[9]

无论理论上有多大的争议，风险投资对于高新科技的投入都是一个不能忽视的经济现实。风险投资是支持一个国家高新科技商品化的重要力量，是促进一个国家重大科研项目实现其价值的重要渠道。[10] 正因为如此，各国（地区）政府都把风险投资视为有利

---

① Lerner, J. The government as venture capitalist: the long-run impact of the SBIR program [J]. Journal of Business, 1999, vol. 72, no. 3: 285-319.

② Anderson, John. UK. Inc.: -Government Roles in Venture Capital Investment [J]. Brandeis Graduate Journal, 2003, 1.

③ Sandejas, F., D. E. Robles; R. Barsatan. The catalytic role in venture capital, the SGV review-the Entrepreneurship Issue, 2004.

④ GOVERNMENT VENTURE CAPITAL FOR TECHNOLOGY-BASED FIRMS; OECD, 2001, Paris.

⑤ Keuschnigg, Christian, and Soren Bo Nielsen. Tax Policy, Venture Capital, and Entrepreneurship [J]. Journal of Public Economics, 2003, 87 (1): 175-203.

⑥ 根据 Global Insight, Inc 的一项调研，在 1970 年到 2000 年间，为风险投资资助过的公司创造了一般公司两倍的销售额；三倍的税收；两倍的出口额；三倍的 R&D 支出。资料来源：美国风险投资协会，www.nvca.com.

⑦ Gerschenkron, Alexander. Economic Backwardness in Historical Perspective [M]. Cambridge: Harvard University Press, Cambridge MA.

⑧ Bottazzi, L, and M. Da Rin. Venture Capital in Europe: Euro and the Financing of European Innovative Firms [J]. Economic Policy, 2002, 17 (1): 229-269.

⑨ Ibid, M. Da Rin, et al. 2004.

⑩ “Venture Capital is the major force in commercializing cutting edge science,” ibid, (J. Lerner & S. Kortum, 2000).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于国计民生的经济工具，把努力推进风险投资作为重要国策之一。[①] 风险投资与高新科技的关系是双重的：从投资者个人的角度，从风险投资公司的角度来看，风险投资未必与高新科技相联系，然而从国家的角度，从风险投资所创造的经济外部性的角度来看，政府对于风险投资的种种优惠政策往往与高新科技的发展密切相关。事实上，风险投资在一个国家的发展程度，其对于经济的作用大小在很大程度上取决于政府的扶植政策，及相应的法律法规、宏观经济环境，包括活跃的资本市场。政府对于风险投资的扶植政策具有多个层面，税收是其中至关重要的一环。

风险投资投入高增长的企业，这些企业必然拥有高增长的市场。有人说风险投资与其说投入的是高增长的企业，不如说投入的是高增长的市场。然而，任何成长性的朝阳市场都是千变万化的。没有创新意识，没有创新内容，是不能及时抓住变化莫测的市场时机，也不可能得到风险投资的资助的。

总之，风险投资与创新的关系是风险投资的重要内涵。风险投资促进创新，促进创新的价值实现；同时，创新也促进风险投资。二者相辅相成。[②]

第三节　风险投资家

风险投资家是勇敢而审慎的，敏锐而果断的，富有经验而充满创意的资金管理者。风险投资家一般不是资本家，他们是为投资者（包括机构投资者和个人投资者）管理资金的投资经理人。

一、风险投资家何许人也

（一）何谓风险投资家

对于风险投资家，美国风险投资协会的描述十分贴切：一般人往往认为，风险投资家是那些富有的资本家，他们愿意投资给创业企业。而事实上，那些具有能够改变世界的创新概念的创业者需要资金，他们不可能从银行得到贷款，只能寄希望于风险投资家。是具有创新精神的创业者的需求造就了风险投资家，是他们推动了风险投资事业，而风险投资家又以敏锐的洞察力，以敢于承担风险的果断的判断力，推动了创业者的创新，尤其是科技创新。德国的一家风险投资公司在他们的网站上旗帜鲜明地提出：有风险，才有机会。的确，有风险，才有机会，才有风险投资家施展的天地。

风险投资家本人不是资本家，他们没有巨额资本，是依靠自身的能力、业绩和声誉，向投资者（个人投资者，主要是机构投资者）融资。机构投资者将大笔资本交给风险投资家管理，以期获取更高的回报。

（二）全能型与专项型风险投资家

风险投资家又分为两类：全能型风险投资家（Generalist）和专项型风险投资家

① Da Rin, M., G. Nicodano and A. Sembenelli, Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets, working paper, July 2004.

② Hirukawa, Masayuki, and Masako Ueda, 2003 Venture Capital and Productivity, mimeo, University of Wisconsin-Madison.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(Specialist)。专项型风险投资家往往根据自身的教育背景或工作经验把投资范围界定在某一个领域，如“软件”，或更细化为“管理软件”，有的专项型风险投资家甚至会进一步界定为“财务管理软件”。而全能型风险投资家则没有特殊的投资界定，只要投资机会好，他们对什么项目都感兴趣。

对于全能型风险投资家和专项型风险投资家的区分，也可不局限于投资领域的不同，而在于投资时期的不同。专项型风险投资家把投资时期局限为早期，或扩张期，或晚期，他们不作跨越投资时期的投资。而全能型风险投资家则没有投资时期的特殊限定。

对投资领域及投资时期的特殊界定，使得专项型风险投资家往往在某一个投资领域，某一个投资时段积累了丰富的经验，建立了广泛的关系网，结识很多业内人士。一般地，一个专项型风险投资家在某一个领域投资的时间越长，他（她）就越能够轻车熟路，减少犯错误的几率。而全能型风险投资家则由于在任何领域都有投资的可能性，他们的投资经验更广泛，知识面也更宽阔。专项型风险投资家通常具有深厚的专业知识背景，尤其是科技专业背景。而全能型风险投资家则具有丰富的金融领域经验，他们往往过去是投资银行家，或券业商，或基金管理人，甚至是商业银行家。

一般地，专项型风险投资家的专业知识使他们在项目早期就有能力辨别其科技含量和发展潜力，具有早期洞察项目前景的实力，从而有可能进入早期投资，甚或种子期投资领域。当然，不是所有的专项型风险投资家都从事早期投资。同样，也不是所有的全能型风险投资家都从事扩张期或晚期投资。

二、风险投资家的背景和时间安排

（一）风险投资家的教育背景

如前所述，风险投资与创新息息相关。风险投资推动的虽然不仅是科技创新，还包括市场创新、组织创新等等，但在实践中风险投资投入的新型企业往往是科技创新企业。这就自然对于从事这项事业的风险投资家的教育背景、实际经营提出了相应要求。根据 Stuck 和 Weingarten 在 2005 年的一项研究，大多数风险投资家具有一定的自然科学基础 ①(见表 1.1)。

表 1.1　　风险投资家相关信息

风险投资家教育背景	风险投资家（人数）	风险投资家（%）
本科：自然科学，工程技术	115	63.9
本科：非自然科学，非工程技术	65	36.1
总计	180	100
其中：硕士：商业管理	116	64.4
硕士：自然科学，工程技术	52	28.9
博士：自然科学，工程技术	10	5.6

① Bart Stuck, Michael Weingarten. How venture capital thwarts innovation [J]. IEEE Spectrum, 2005 (4): 42-47.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从上面的研究数据看，63.9% 的风险投资家具有自然科学的教育基础。他们在大学本科阶段学习的是自然科学，包括电子工程（又简称为双 E，或 Double E，Electronic Engineering）、计算机、物理、化学、医学、天文、航空航天、地理、生命科学、生物工程，及其他自然科学和工程技术。因为只有具备一定的自然科学知识，才能面对早期项目，作出正确及时的投资决策。例如，Google 最早的天使投资家是 Andy Bechtolsheim，他本身是 Sun System 的创始人，对于 Google 的科技基础十分了解。1998 年，他仅简略地看了 Google 的商业模型演示，就知道 Google 的巨大潜力，随即写了一张 10 万美元的支票。Google 成功后，Fundingpost 对风险投资家和天使投资家作了一次调研，问他们在当初是否可能对 Google 投资，凡是回答“可能”的都是那些对于 Google 的科技内行的人，凡是回答“不大可能”的，其原因都是“不懂它的技术内涵”，或“对它的技术不是很有把握”。可见风险投资家，尤其是投资于早期项目的风险投资家，其技术背景是至关重要的。

从表 1.1 可以看出，绝大多数风险投资家不但具有科技背景，还普遍接受工商管理方面的深造，64.4% 的风险投资家获有 MBA 的学位。此外，近 30% 的人获有自然科学，或技术工程方面的硕士学位。

（二）风险投资家的时间安排

根据 Gorman and Sahlman（1989）① 研究表明，风险投资家一般把 60% 的时间用在投资后的企业管理上，参与被投企业（Venture Backed Companies，即接受过风险投资的企业，简称为被投企业）的董事会，参与公司重要管理人员的任免，帮助公司联系供货商，开发、开拓市场，建立再融资渠道等等。平均每一位风险投资家每年对于每一家被投企业的参与时间大约为 110 个小时。

假定，风险投资家（GP，也称为一般合伙人）已经融资成功，风险投资基金已经组建，这时风险投资家如何分配他们的时间呢？根据哈佛大学 Zider 教授的研究，风险投资家的大部分时间用于参与被投企业的建设和成长（见表 1.2）。

表 1.2　　风险投资家如何分配自己的时间②

风险投资家业务活动	时间比重
项目筛选（初选）	10%
项目选择（再选）	5%
分析商务计划书	5%
投资谈判	5%
作为董事或监事	25%
咨询顾问	15%
雇用管理人员	20%
帮助开拓公共关系	10%
退出	5%

① Gorman，M.，Sahlman，W. A. What do venture capitalists do [J]. Journal of Business Venturing，1989，Vol. 4：231-248.

② Zider，Bob. How venture capital works [J]. Harvard Business Review，1998，Nov. -Dec.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如表1.2所示，在风险投资家成功完成融资任务之后，他们的时间最大一部分花费在参加董事会或监事会方面，其次是帮助所投公司雇用合适的管理人员，再次是为所投企业的各类业务提出意见或建议，而这三项都属于投资后的管理阶段。如果以投资过程、投资后管理和退出过程这三个阶段分析，并且把"帮助企业开拓公共关系"放在帮助其实现理想退出途径，那么风险投资家的时间分布是：

投资过程：25%

投资后管理：60%

退出过程：15%

事实上，风险投资家花费在投资后管理的时间大约占其总时间的45%到75%（见图1.12）。

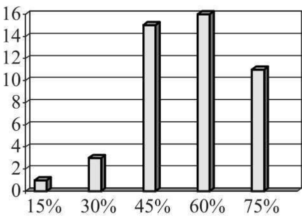


图1.12 风险投资家投资后管理的时间

三、风险投资家的收入机制

风险投资家的收入机制大致分为两类：公司雇员式及有限合伙制合伙人式。公司雇员式的收入方式基本上与一般公司高级管理人员一致：工资、奖金及股票期权。而有限合伙制的一般合伙人的收入方式是管理费（包括工资）加携带利润（Carriers）。

公司雇员式的收入机制与风险投资家所属的风险投资公司的类型密切相关，如某些公司型风险投资（Corporate Ventures），跨国公司的风险投资分支机构，或政府型风险投资公司。这些风险投资公司的运行模式基本上与一般公司相似，风险投资家被视为公司高级管理人员，获取较高的工资，奖金和股票期权与业绩相关：如果他们所投的项目能够给公司（代表投资者的利益）带来丰厚的回报，风险投资家作为成功的资金管理者会获取一定的奖金及股票期权。如果这些风险投资公司本身最终上市，风险投资家手中的股票期权就会给他们带来一笔可观的收入。

有限合伙制的一般合伙人的收入模式是管理费加携带利润（Carried Interests 或 Carriers）。风险投资家作为有限合伙制中的一般合伙人，一部分收入来自他们所管理的基金的管理经费；一般地，管理费占风险投资家所管理的资本额的1.5%到2.5%，他们的收入模式如图1.13所示。

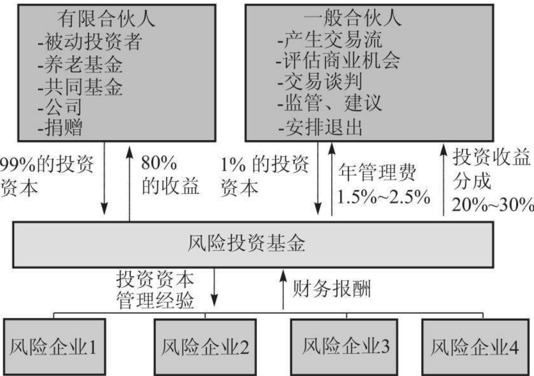


图1.13 风险投资基金的组织结构

（一）风险投资家写生

Arthur Rock 是硅谷最早的风险投资家之一。2002年，Arthur 为哈佛商学院捐献了2 500万美元，建立了 Arthur Rock 企业家中心。这是哈佛商学院自1908年建院以来收到的最大的一笔单项捐款。现在，这座建筑坐落在哈佛商学院小教堂的旁边，成为哈佛商学院企业家创业教授办公，和学者、学生与企业家交流的中心场所。Arthur 捐献的不仅仅是一座楼房，而是整个项目。Arthur

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Rock 企业家中心的一组专家教授在 2006 年访问了中国，他们的结论是：中国是创业家的温床。“我们认为，企业家精神是指风险投资投入的、以科技为基础的创新企业活动，这在中国有很多。”

Arthur 于 1926 年出生于美国纽约州，1951 年获取哈佛 MBA 学位。1957 年，Arthur 第一次参与了风险投资业务。当年，刚刚获取诺贝尔奖金的 Shockley 博士在半导体界很有声望，但在他实验室里工作的几位年轻的工程师不满意他们的工作，准备建立自己的半导体公司，以生产他们自己的新型半导体晶体管。Arthur 说服了 Sharman Fairchild 为这个项目投了 150 万美元，创立了“Fairchild Semiconductors”公司，这也是 Arthur 从事风险投资业务的起点。几乎与此同时，另一位著名风险投资家，Tom Perkins 投资了 HP，自此，风险投资正式从美国东海岸推到西海岸，Arthur 本人也从纽约来到加州。

1961 年，Arthur 创立了一家风险投资基金。他只得到 300 万美元投资，因为投资者不大清楚这种运作模式，抱着试试看的态度。没想到，在很短的时间内，这 300 万美元为投资者带来了 9 000 万美元的回报。

1968 年，Bob Noyce、Moore 和 Andy Grove 创立了英特尔公司，Arthur 在半天内打了 15 个电话，为这个新公司成功融资 250 万美元，他本人也投入 30 万美元，并成为英特尔公司的首届董事长。

1978 年，Arthur 向 Apple 公司投资，以每股 8.9 美分的价格，购买了 64 万股 Apple 电脑的股票，并成为该公司董事。三年后，Apple 公司上市，Arthur 的 64 万支股票从 57 000 美元，一跃为 1 400 万美元，增长了 23 000%。

1984 年，Arthur 成为纽约《时代》杂志的封面人物，被称为“承担风险，推动高新科技的最佳人士”（“the Best of the Risk-taking，High-tech Rollers”）。1998 年，他作为一名成功的风险投资家被任命为纳斯达克董事局董事。

Arthur 曾总结自己 30 年做风险投资家的经验，及他对于投资既谨慎又果断的决策风格。他每年平均阅读 300 个商业计划书，但却仅投 1 到 2 个项目。他所成功投资的企业包括：Intel Corp.、Teledyne、Scientific Data Systems 和 Apple Computer 等等。他认为，风险投资的重点不是项目，而是人，是管理人员的执行能力。他认为，风险投资家就像猎手，寻求那些具有能够改变世界的潜力的充满理想的创业者。他投资的宗旨是“人、人、人”（People，People，People）。Arthur 所看中的企业家的品质包括以下几项。

（1）执着与热情，心中有团火；

（2）诚实；

（3）有领导才能；

（4）能够倾听不同的意见；

（5）有能力雇用胜任的管理人员；

（6）具有市场营销能力。

而 Mayfield 风险投资公司的合伙人 Bill Unger 则提出他选择创业者的标准。

（1）他们有过失败的经历；

（2）他们曾经雇用过那些受到过重重提拔的管理人员；

（3）他们曾经有过不同的工作经历，并且成功地实现了转型；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（4）能够独立地主持一家小公司；

（5）不嫌弃作一些诸如打扫厕所这类的琐事；

（6）不急于求成。

如果说 Arthur Rock 是老一辈风险投资家的代表，那么 John Doerr 则是中年风险投资家的典范。John 是硅谷著名风险投资公司 Kleiner Perkins Caufield & Byers 的合伙人，是一个传奇式的人物。有人说，John 对风险投资的贡献，就如 Bill Gates 对于电脑软件的贡献一样。John 所成功的投资的公司包括：Netscape Communications Corp.，Compaq Computer Corp.，Intuit，Lotus Development Corp.，Sun Microsystems，Amazon 和 Google。他投资 Amazon 的 800 万美元很快变成 6 000 万美元，他投资 Netscape 的 500 万美元一跃为 4 个亿美元。他与 Sequoia 投资公司的 Michael Moritz 共同投资 Google 2 500 万美元，五年后，他所投的 1 250 万美元增值为 30 亿美元。以当前的市值，Google 10% 的股票，其价值高达 150 亿美元。

John 1951 年出生在美国圣路易斯的一个中产阶级家庭。从哈佛商学院取得 MBA 学位后，他于 1980 年参加了著名的风险投资公司 KPCB（Kleiner Perkins Caufield and Byers），很快就被提升为合伙人。John 常说，“我只是我们公司那些成功的风险投资家之一。”他还不断提醒大家：人们往往歌颂风险投资的功绩，而忘记了那些夜以继日，不屈不挠的企业家。没有创业者，不可能有风险投资的成功。

“我们真正寻求的是划时代的突破性的科技创新项目，这些科技能够开辟一个巨大的尚未开发的市场。”John 这句话一语道破了风险投资的实质，风险投资之所以能够带来惊人回报的真谛。

风险投资家 John Doerr 目前正在全身心致力于环保绿色工程，或称为清洁技术项目（Clean Tech），他对于世界变暖问题也是十分关注。他认为，只有我们全力以赴，促进科技创新，控制全球变暖的趋势，才能对得起下一代，才能使我们有一个健康的未来。

（二）中国风险投资家概况

中国本土风险投资业近 20 年来也培育了一批成功的风险投资家。进入 21 世纪，中国风险投资的一些权威机构也发布了优秀风险投资家名单。例如，中国风险投资研究院 2004 年评选 2003 年度中国卓越风险投资家与 2003 年中国优秀风险投资职业经理人包括：广东省风险投资集团的何国杰先生；西安高新技术产业风险投资公司的梁毅先生；世纪方舟投资集团的宋玉鸣先生；中科招商创业投资公司的单祥双先生；麦格理集团的温天络；武汉东湖创新科技投资有限公司的钟建勤；北京步长创业投资有限公司的焦银旺；广州科技风险投资有限公司的柳鑫；陕西银河科技投资有限责任公司的饶卫；深圳市中科招商创业投资管理有限公司的宋庆伟；中海创业投资（深圳）有限公司的岳昌师等等。

2016 年清科集团评出 10 名最佳风险投资家①为：熊晓鸽，IDG 资本创始合伙人，董事长；周逵，红杉资本中国基金，合伙人；李守宇，深圳创新投副总裁、董事会秘书；应文禄，毅达资本董事长、创始合伙人；邵俊，德国资本创始合伙人；肖冰，达晨创投执行合伙人总裁；黄国强，东方富海合伙人；张维，基石资本，董事长；林向红，苏州民投，原之禾控股董事长、总裁（现苏州民投、总裁）；陈浩，君联资本、董事总

① 清科集团：http：//www. zero2ipo. com. cn/promotion/vcranking/ranking. html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经理、总裁。

2009 年 12 月 29 日，福布斯杂志公布“2016 福布斯中国最佳创业投资人”共 50 名，其中软银中国资本合伙人薛林禾、今日资本徐新、红杉资本沈南鹏、水宣投资冯涛、赛富投资基金阎焱进入前五位（见表 1.3）。

表 1.3　2009 福布斯中国最佳创业投资人排行榜①

排名	姓名（性别）	从事创投年限（年龄）	所在机构	从事创投事业以来投资总额	典型投资项目	主要投资领域
1	薛林禾（男）	15 年（57 岁）	软银中国资本（SBCVC）	约 20 亿美元	阿里巴巴、万国数据、辉能科技、纳源丰、国政通等	信息技术、医疗健康和清洁技术等方面
2	徐新（女）	20 年（47 岁）	今日资本（Capital Today）	5.2 亿美元	京东商城、土豆网、网易、赶集网、大众点评网、蚂蜂窝、三只松鼠、中华英才网、唯品会、相宜本草、都市丽人、真功夫、永和大王、避风塘茶餐厅、翠华餐厅、良品铺子、益丰大药房、诺亚舟、京信通信、掌中万维	消费品、零售和互联网
3	沈南鹏（男）	9 年（47 岁）	红杉资本中国基金	14.5 亿美元	诺亚财富、阿里巴巴、文化中国（现阿里影业）、中国娱乐集团、奇虎 360、中国利农、高德软件、诺康医药、乡村基、博纳影业、麦考林、唯品会、蒙草抗旱、瑞卡租车、京东商城、乐蜂网、拍拍货、华大基因、大姨吗、今日头条、陌陌	TMT、电商、消费、互联网软件、健康等
4	冯涛（男）	15 年（47 岁）	水宣投资	150 亿元人民币	东汇环保、远望合、汉王科技、西部矿业、西部牧业、大全集团、康缘药业、复兴针织、货瑞赛晶、思源电气、钢科技、亚信联创、中国网通、中山达华、浙江跃岭、豆瓣、迅雷、酷狗音乐、九樱天下、爱侣健康、天津渤商所等	IT、健康、环保、消费、电商

① 创业邦网站：http://capital.cyzone.cn/article/128209/.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

排名	姓名（性别）	从事创投年限（年龄）	所在机构	从事创投事业以来投资总额	典型投资项目	主要投资领域
5	阎焱（男）	20 年（57 岁）	赛富投资基金（SAIF Parthers）	25 亿美元	中海油、58 同城、神州数码、冶泽净水、京能、国电科环、环球雅思、怡亚通、翰宇药业、摩比发展、全美测评、汇源果汁、天津汽模、盛大网络、银联商务等	互联网和移动互联网、科技、传媒、消费品、金融服务业等
6	靳海涛（男）	22 年（60 岁）	深圳创新投（SCGC）	131 亿美元	乐视网、好想你、勤上进、匹克体育、合力泰、金一文化、网讯技术、三维丝、康力电梯、东山精密、数字政通、当升科技、联合信息、晶科能源、多氟多、雷照明、明泰银业、汉鼎股份、德联股份等	IT、通信、新材料、生物医药、能源环保化工、消费品、连锁、高之瑞服务业等
7	陈镇洪（男）	23 年（51 岁）	天泉投资（Sprrg Captal）	3 亿美元	土豆网、久邦数码、蓝讯国际、海辉软件、BCD 半导体、贝之孚生物科技、中城卫、凡卓通讯	再生能源及轻制造业
8	符绩勋（男）	18 年（46 岁）	经源资本（GGV Capital）	1.4 亿美元	百度、土豆网、瑞声科技、荣庆物流、去哪儿、美丽说、聚胜力和、追光、中华万年历、易店宝、极路由、途家网	TMT、大众消费、制造业
9	汝林琪（女）	13 年（50 岁）	KPCB China 凯朋华盈 中国基金 TDF Capital 华盈创投	近 6 亿美元	阿里巴巴、百度、华友世纪、分众传媒、神州租车、中国网通、康辉医疗、A 播乐、玺诚传媒、兆日科技、阳光电源、立凯电机、宜信、敦煌网、华霆动力、凯瑞重化、出口易、中文在线、中天嘉华、瑞鸟齿科	TMT、消费服务、绿色科技和医疗健康领域
10	章苏阳（男）	20 年（56 岁）	IDG 资本	—	康辉医疗、九安医疗、华住酒店集团、山东泰邦、土豆网、武汉华水山光电、天鸽集团	医疗、消费、TMT

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

排名	姓名（性别）	从事创投年限（年龄）	所在机构	从事创投事业以来投资总额	典型投资项目	主要投资领域
11	周金（男）	21 年（57 岁）	IDG 资本	—	搜房网、当当网、暴风影音、宜信、波司登、美华妇儿、Monder	TMT、消费
12	邵俊（男）	15 年（46 岁）	德同资本（DT. Capital Powtuers）	22.8 亿元人民币	博腾医药、川仪股份、91 天线、喜瑞能源、科大国创、来伊粉、曼荼罗、锐度	节能环保、信息科技、先进制造、医疗健康、消费连销等
13	熊晓鸽（男）	22 年（58 岁）	IDG 资本（IDG Capital Poutrers）	—	天福茗茶、91 天线、神州数码、YoKa 时尚网、印象创新、康比特	TMT
14	陈玮（男）	15 年（50 岁）	东方富海（Oriental Forture Capital）	60 亿元人民币	艾比森、宝鹰建设、同有科技、利亚德、彩虹精化、广田股份、迪威视讯、信维通信、我武生物、英采思为、数宇天城、酒仙、昆仑万维	信息技术、健康医疗、节能环保、影视文化等
15	龚挺（男）	10 年（50 岁）	海纳亚洲（SIG Asia Onvest hwert）	9 亿美元	博纳影业、大麦网、等德里奇、乡村基、康辉医疗、蓝讯科技、易居中国、56.com、酷讯搜索、宝宝树、奥泰医疗、穗彩科技、今日头条、触宝科技、大龙网、华之科技	TMT、消费健康
16	钟晓林（男）	15 年（49 岁）	江南资本（Sowth River Capital Partners）	21 亿美元	阳光电源、CFP 视觉中国、立凯电能、A8 音乐、宇龙酷派、国人通讯、飞傅创、优博创、海豚浏览器、宇量科技、天人生考、亿动传媒、米洛科技	TMT、新能源、环保
17	刘芹（男）	14 年（40 岁）	晨光资本（Morningside Vertunes Capited）	—	凤凰新媒体、观聚时代、OC 优视、康盛创想、提卡提、聚众传媒、多青科技、迅雷、小米、精锐教育、尚品网、辣妈帮、打车 APP 大黄蜂、Nize、有利网	互联网、天线媒体、游戏娱乐、消费服务等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

排名	姓名（性别）	从事创投年限（年龄）	所在机构	从事创投事业以来投资总额	典型投资项目	主要投资领域
18	王刚（男）	12 年元（48 岁）	维思资本（Eavision Capital）	20 亿元人民币	江西赛维、天路高德、瑞声科技、德信天线、多之水务、成都迈普、博库科技、浙江胜达、台梅核电、凤凰都市传媒、花间堂、汉思动漫、南京基蛋、新政软件、久雷高科、网娱智信、瑞金麟、天任生物	新能源、TMT、环保
19	姚继平（男）	11 年（63 岁）	普凯投资（Prax Capital）	5.82 亿美元	科之化工、永达汽车、翠华餐厅、京运通、五峰粘、克丽缇娜、龙灯环城农业、山东宏力、天龙钨钼	新能源、消费服务业
20	刘基培（男）	20 年（46 岁）	兰馨亚洲（Orchid Asia）	—	汽车之家、携程、智联招聘、搜房网、齐心文具、微码营销、中国服饰、合生元、天唯国际	互联网、消费品、医药等
21	陈浩（男）	14 年（48 岁）	君联资本（Logerd Capital）	190 亿元人民币	科大讯飞、绿盟科技、天涯社区、立桥科技、金城检验	TMT、外贸服务
22	张颖（男）	13 年（41 岁）	经纬创投（Matrix Parthers China）	1.5 亿美元	分众传媒、世纪互联、理邦仪器、3G 门户、猎豹移动、爱康国宾、陌陌、友盟、暴风影音、nize、36 氪、裂帛、粉笔网等	TMT、医疗
23	周逵（男）	14 年（46 岁）	红杉资本中国基金（Sequia Capital China）	3.6 亿美元	文思创新、立环新网、掌趣科技、政宇天城、捷风科技、斯凯网络、网秦天线、乾照光电、首航节能、秦川机械、胡莱游戏、美丽说、酒仙网、蜜芽宝贝、pp 租车、融 360、车易拍、华医网、挂号网、健帆医疗、康盛医疗、老肖医疗	TMT、健康生活消费等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

排名	姓名（性别）	从事创投年限（年龄）	所在机构	从事创投事业以来投资总额	典型投资项目	主要投资领域
24	刘仁海（男）	12 年（46 岁）	君联资本（Legend Capital）	—	乐逗游戏、神州租车、天神互动、人人网、易东网、优信拍、东王二手车、WIAH、车语传媒、途虎养车、乐动卓越、乐之素、布丁酒店、伊美尔、商源软件、钢极街	TMT、电商、消费、仕客逸家
25	羊东（男）	14 年（43 岁）	赛富投资基金（SAIF Partners）	4 亿美元	58 同城、完美时空、天津汽车模具、摩比发展、Yoho 有货、知乎、水能科技、永新同方、怡亚通、铭方信息、中兴软创	互联网、媒体、教育、零售
26	雷军（男）	7 年（45 岁）	顺为基金（Shunhei China Lnternet Fand）	—	欢聚时代、多香科技、UC 优视、太美、卡卡移动、可牛网（猎豹移动）、大街网、Q 力语聊	移动互联网、电子商务和互联网地区
27	计越（男）	15 年（42 岁）	红杉资本中国基金（Sequoia Capital China）	逾 1 亿美元	乡村基金、塔王财富、康盛创想、51. com、56. com、3729. com、豆瓣、大众点评网、格科微、途牛、赶集网、5173. com、青年软件、聚美优品、51. com、厘比岛、十月妈咪、我查查、E 店宝、钱方支付、北森软件、饿了么、枫叶国际学校	TMT
28	肖冰（男）	20 年（46 岁）	达晨创投（Fortune VC）	逾 80 亿元人民币	蓝色科学、同洲电子、拓维信息、中汇医药和而泰、亿纬锂能、网宿科技、爱尔眼科、拓尔思、恒泰艾普、数码视讯、雷杜生命、英威清、爱尚鲜花、凯娜服饰、东信时代	TMT、健康、生活消费
29	郑伟鹤（男）	14 年（48 岁）	同创伟业（Cowin Capital）	60 亿元人民币	乐视网、登云股份、唐人钟、博云新材、双城药业、拓日新能、世联地产、格林美、欧菲光、国联水产、当开科技、新大新材、康乏药业、亚达科技、佳创视讯	新能源、新材料、TMT、生物医药等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

排名	姓名（性别）	从事创投年限（年龄）	所在机构	从事创投事业以来投资总额	典型投资项目	主要投资领域
30	罗飞（男）	7年（48岁）	松禾资本（Green Pine Capital Partaers）	4.04亿元人民币	游族网络、华大医学、第七大道科技、华力持电气、北科生物、彩虹精化、齐心文具、A8音乐、中航健身时尚，融创天下	消费类、移动互联网、生物医药、先进制造等
31	肖水龙（男）	18年（53岁）	创东方投资（CDF-Capital）	64亿元人民币	沿海地产、长园集团、攀钢集团、盛润集团、深信泰丰、应流机电、康芝药业、指点传媒、龙文教育、网宿科技、启明医疗、东方财富	IT、健康传统工业等
32	卓幅民（男）	15年（63岁）	经源资本（GGV Captal）	—	上海宏化、光明乳业、联华超市、冠昊生物、微创医疗、碧生源、杭州青春宝药业、大全新能源、安科瑞电气、展讯科技、携程、红董蓝教育、新通联	科技、教育、工业等
33	林欣禾（男）	9年（50岁）	DCM（Doll Capital Management）	—	绿新包装、唯品会、欧瑞思丹、康龙化成、星通联华、互动学科、麦包包、也买酒、途牛、58同城、木瓜移功、绿盒子、兰缪、豌豆荚、随身移动、天状英语、分享传媒、活动行	TMT
34	李宏玮（女）	13年（42岁）	纪源资本 GGV Capitel	1.7亿美元	海辉软件、世纪互联、兆日科技、多玲人VC优相触控科技、众趣、阿狸动漫、盈盈理财、英语流利说、游道易、Zepp	IT、软科教育等
35	徐小平（男）	8年（58岁）	真格基金（ZhenFund）	1亿美元	世纪佳缘、兰亭集势、聚美优品、一起作业、品诚滤镜、找钢网、格林深瞳、大姨吗、蜜芽宝贝	TMT
36	邓锋	9年（51岁）	北极光创投（Northerh Light Ventust Capotel）	逾5亿美元	展讯通信、汉庭酒店、炬力集成、等诺威科技、中科创达、无限讯奇、酷我等	TMT、大众消费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

排名	姓名（性别）	从事创投年限（年龄）	所在机构	从事创投事业以来投资总额	典型投资项目	主要投资领域
37	邱子磊（男）	9年（49岁）	崇德投资（China Rehaissance Capital Qnvesthent）	12亿美元	大金重工、中宇国际、易居中国、史东石油	互联网工业
38	袁超（男）	10年（43岁）	天泰创投（TiTAN VC）	120亿元人民币	天泰安全、泰坦内核、青碟股份、东方证券、牛仔城、柏嘉安全、Ting-Tan	IT
39	甘剑平（男）	14年（43岁）	启明创投（Qimirg Vent Partners）	4.5亿元美元	淘米网、世纪佳缘、挖财、美图秀秀、KK唱响、海润影视、PPS、大众点评、途虎养车	TMT
40	杨飞（男）	17年（56岁）	IDG资本（IDG Capital Partuas）	—	迅雷、36门户、海南双成药业、深圳茂顶电源、中国服饰控股、深圳日海通讯技术、吉比特	TMT、消费品及服务、清洁能源、医疗健康等
41	陈交忠（男）	14年（60岁）	智基创投（iD Tech Ventwes Ltd）	2.6亿美元	珠海兴业、国际水产、智联招聘、爱情公寓、宜搜科技、蓝信科技 、凌志环保、华道数据、风网、世纪互联、e宠、台钧科技、91无线、源泉、世芯电子、Linktone、讯天通讯、滚石移、展讯通信	TMT
42	曹嘉泰（男）	22年（44岁）	戈壁投资（Gobi Parthers）	3亿美元	途牛、网格、CSDN、DMG、网秦、Camera360、DeClout、明星衣橱、PICOOC智能健康体脂仪、汉柏Opzoon	智能硬件、云计算、TMT、移动应用等
43	童士豪（男）	18年（44岁）	纪源资本（GGV Capited）	—	小米、一嗨租车、云游控摧、凡客诚品、蚂蜂窝、返利网、多盟、Wish、Cwrse、FlightCar、Flipboard	TMT

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

排名	姓名（性别）	从事创投年限（年龄）	所在机构	从事创投事业以来投资总额	典型投资项目	主要投资领域
44	叶东（男）	19 年（50 岁）	青云创投（Eing Capital）	8 亿美元	海源机械、赛维 LDK、上海多利农庄、乐健集团、幅建永恒能源、精进电动科技（北京）、东江环保、南京中电美商源捷电动车、挪宝新能源	可再生能源、节能环保、新材料、可持续领域等
45	李家庄（男）	12 年（42 岁）	君联资本（Leqend Capited）	—	拉夏贝尔、一心堂、安硕信息、安源科技、美中宜和、滇江药业、康龙代成、维塔士、立借趣、龙炎新能源、七格格、迎贺药酒、立华畜蓄、康众医疗、纽瑞兹、华国数码、海辰物流、无锡生导	科技、传统工业
46	卢蓉（女）	10 年（43 岁）	DCM（Ooll Capital Management）	1 亿美元	文思创新、当当网、易东网、丁香园、好大夫、喜事网、万学教育、车语传媒、优信拍	互联网和移动互联网
47	张维（男）	14 年（46 岁）	基础资本（Costore Vertare Capital）	40.75 亿元人民币	回天胶业、三六五网、开无仪器、新希望六和、山河智能、华国传媒、远东传动、中科科技、金王科技、华昌达、华中数控	先进制造业、消费与服务业、文化传媒、医疗健康
48	徐传陞（男）	14 年（43 岁）	经伟创投（Matrix Parthers China）	1.5 亿美元	百度、康辉医疗、瑞声科技、博纳影业、果麦文化、恺英网络、快丽打车、海豚浏览器、慕和网络、卖买网、蝉游记、可牛网（猎豹移动）、YoKa 时尚网	互联网、天成、时空传媒、医疗技术等
49	李建光（男）	20 年（49 岁）	IDG 资本（IDG Capital Parthers）	—	达内科技、神州付、乌镇、亿美软通	TMT、OZO、连销服务、消费品、旅游文化等
50	田立新（男）	15 年（48 岁）	德同资本（DT Capital Parthers）	约 20 亿元人民币	和邦股份、明阳风电、乐拍、掌上明珠、华气厚普、中国微金融、城市魔方、妈妈说	科技、互联网等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

薛林禾于2000年创立了软银中国资本，并从此担任其主管合伙人至今。他的主要投资领域包括了信息技术、医疗健康和清洁技术等方面。对于投资，薛林禾有着敏锐的嗅觉，在他经手的项目中，有许多他都是最早的发现者，另一方面，这些项目最终退出时，往往也都带来了极大的回报，比如在美国成功上市的阿里巴巴，便是薛林禾最新的成功投资案例。

徐新，籍贯重庆市双桥区，中学就读于重庆南开中学。1988年毕业于南京大学外语系，中华英才网的初始投资者和董事会主席，中国风险投资协会理事会理事，中国最优秀的风险投资家之一，拥有在中国10年以上的风险投资经验。2005年，徐新离开霸菱投资，创办今日资本集团，被美国《商业周刊》杂志评为“亚洲25位最具影响力的人”，即“亚洲之星”奖，被《投资与合作》杂志评选为中国最具影响力的十大风险投资人之一。2014年12月29日，在福布斯中文版推出中国最佳创投人榜中，徐新获得第二。2015年2月26日，《福布斯》杂志发布亚洲地区最具影响力女性商界领袖50人排行榜，徐新上榜。

沈南鹏，在福布斯中国最佳风险投资人中排名第五位。沈先生于1992年取得耶鲁大学硕士学位，后在美国汉华银行、雷曼兄弟证券和花旗银行的投资银行部门，及德意志银行中国资本市场部门工作。1999年，沈先生担任携程旅行网的创始人及董事，并曾长期担任公司总裁及首席财务官职位。携程是中国最大的旅行服务公司，2003年底在纳斯达克上市。沈先生也是如家连锁酒店的创始人及联席董事长，如家连锁酒店是中国经济型连锁酒店的龙头企业，2006年成功登陆纳斯达克。他还是中国最大的户外媒体企业分众传媒，中国最大的房地产服务公司易居中国及中国房地产信息集团的投资者及董事。沈南鹏被《投资与合作》杂志评为2006、2007和2008年度风险投资家，被《英才》杂志评为2006年年度聚人气投资家，被清科公司评为2006和2008年度十大风险投资家，被《福布斯》杂志和《环球企业家》杂志分别评为中国2007和2008年度最佳风险投资家。他被《当代经理人》杂志评为2006年最具领导力的50位CEO，被《中华工商时报》评为2006年中国民营经济十大人物。他也曾被*Asian Venture Journal*杂志评为2004年“亚洲年度企业家”。①

冯涛，他曾在加拿大多伦多大学就读，1993年毕业后与别人创办了艾丰豪投资集团，专业从事矿业的风险投资，同时也投了其他一些行业，例如新浪网。冯先生喜欢书法和古董，从事的却是与书法相去甚远的风险投资。他强调做投资就像买古董一样，先看货，看准之后再谈钱，而不是先问卖家要多少钱。冯涛从20世纪90年代末开始，就任上海联创投资管理有限公司总裁。上海联创（现更名为：上海永宣创业投资管理有限公司）是国有企业，以5 000万元人民币起家，两个股东为：国家计委、国家经贸委、中国科学院科技促进经济基金委员会，上海市政府属下的上海联合投资公司，两家各占50%股份。联创在创业投资行业内被公认为第一家国家创投基金。而上海联创邀

① 百度百科。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

请从未在国有单位任职的冯涛主持运作，是国有民营的一个范例。①② 进入21世纪，冯涛多次被评为中国风险投资杰出人士。他所获得的荣誉包括："2002年中国创业投资十佳基金管理人"；"2002年中国创业投资十佳基金融资人"；"2002年中国创业投资十佳基金投资人"；"2003年中国十佳本土创业投资人"；"2004中国十大活跃创业投资人"；"2007年中国创业投资家10强"；"2009福布斯中国最佳创业投资人，第4位。"

阎焱祖籍河北，生于安徽。恢复高考后，他进入南京航空学院飞机设计专业，毕业后在合肥一家工厂工作。1986年，阎先生获得了美国普林斯顿大学的奖学金，赴美学习。而后，他曾任AIG亚洲基础设施投资基金大中国地区董事总经理、Sprint International Corporation亚洲区策划及业务拓展董事、美国华盛顿Hudson Institute研究员、世界银行研究员等职。2001年，阎先生出任软银亚洲信息基础投资基金总裁及执行董事总经理。从2004年至今，他担任软银赛富基金管理有限公司首席合伙人。软银赛富基金成立于2001年，旗下一共管理三只基金，一是世界最具规模的网络设备公司思科作为有限合伙人的赛富一期基金（4亿美元），软银则作为一般合伙人负责基金的管理和运营，该基金致力于亚太地区宽频、无线技术和其他网络服务公司的投资；二是赛富亚洲投资基金，在国内融资6.4亿美金；三是赛富亚洲跟天津创业投资有限公司合作成立的赛富中国成长基金。2009年，软银赛富基金更名为赛富基金。赛富基金是亚洲地区最大、最活跃的投资基金公司之一，过去六年总共进行了60多项投资。现在管理基金总额为22亿美元。

上述50名中国最佳风险投资人平均年龄为45.9岁，最大年龄为61岁，最小年龄为36岁，女性为3人，占总数的6%，其年龄与排名分布见图1.14。

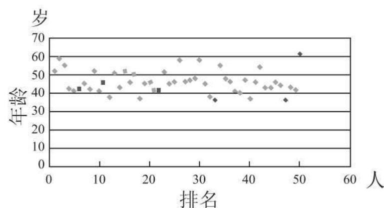


图1.14 中国最佳风险投资人年龄/排名分布图

（菱形点代表最大最小年龄的数据；方形点代表女性的数据）

上述这50名中国出色的风险投资家比较集中在IDG、鼎晖投资、红杉资本等风险投资机构，各机构上榜人数：

4人：IDG资本；

3人：鼎晖投资；红杉资本中国；

2人：深圳创新投；德同资本；凯鹏华盈中国基金；东方富海；纪源资本；赛富基金；

1人：其余各机构。

这50名杰出风险投资家的主要投资领域以TMT、新能源、消费领域为主，见图1.15。

---

① 新浪财经，http://finance.sina.com.cn 2006年06月05日 10：23《华商世界》.

② 互动百科。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

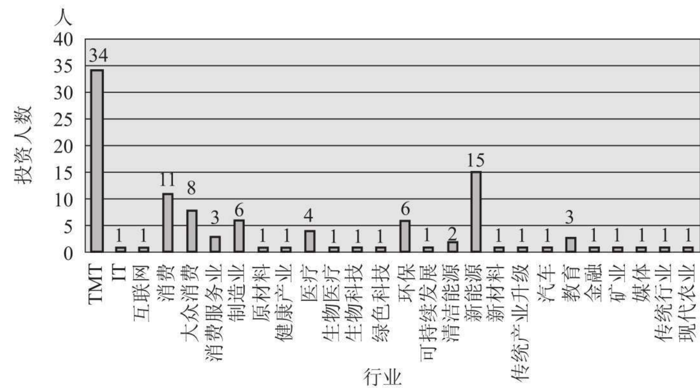


图 1.15　中国最佳风险投资人投资领域分布图

本章思考题

1. 风险投资的五大特征是什么？

2. 为什么说风险投资的灵魂是创新？

3. 如果可以选择，你愿意做一名风险投资家吗？为什么？

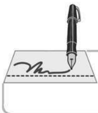
4. 风险投资家在作出投资决策时，往往把创业团队作为重要考虑因素，这是为什么？

5. 讨论风险投资的两个代理关系问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章

风险投资与创业企业



本章摘要

上一章是从投资者的角度来阐述风险投资的，本章则是从创业者的角度，从企业家融资的角度探讨风险投资的。没有成功的创业者，就没有成功的风险投资家。企业在其成长周期中需要各种不同的融资模式，风险投资是一个重要的资金来源。风险投资给企业提供的不仅仅是资金，更重要的是风险投资家的管理经验、产业经历和再融资能力。本章主要内容包括：创业者与风险投资家的关系、创业企业的发展阶段与融资模式、投资模式与企业发展阶段。



关 键 词

创业家　创业企业　3F　死亡谷　企业生命周期　企业家　企业家精神　非公开权益资本　购并资本　麦则恩投资　风险租赁　拯救资本　管理层收购

第一节　创业者与风险投资家

风险投资家的成功离不开企业家/创业者。风险投资家的成功是基于他们投资的企业的成功。有的风险投资家之所以优秀是因为他们投资了具有巨大发展潜力的企业，而有的风险投资家失败了是因为他们选择了错误的投资对象。没有创业企业的成功就没有风险投资家的成功，反之却不尽然。风险投资是创业企业融资的手段之一，而不是全部。而因为有了风险投资家的帮助，创业者更得以茁壮成长。二者的关系是：创业者是风险投资得以发展壮大，获取巨额收益的必要条件，而风险投资只是创业者事业巨大成功的秘诀之一。

一、企业家

（一）企业家的定义

企业家（Entrepreneur）最早来源于法语的“Entreprendre”，即去做，去付诸实施，后来这个词被引申来指启动、组织、管理企业的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

按照18世纪法国经济学家J. B. Say的定义，Entrepreneur是将资源从效益低下的地方转移到效益较高的地方，以寻求更高收益的群体。① 奥地利出生的美国经济学家Joseph Schumpeter则强调企业家对于整个经济发展至关重要的地位。他认为，企业家寻求机会以支持创新，他们敢于承担风险，为社会创造财富。企业家是经济发展的最基本动力。② 同样是奥地利出生的美国学者、企业家、教育家和作者的Peter Drucker先生认为企业家最重要的特征是创新。R. Smith & J. Smith ③却认为企业家应当具有一定的素质，他们能够：

第一，捕捉机会，通过重整资源来创造价值；

第二，制定战略以控制必要的资源；

第三，落实能够实现最终目标的计划；

第四，通过创新以获取利润。

哈佛大学教授H. Stevenson认为企业家并不是喜欢承担风险，他们是首先看到了机会，在考虑控制一定资源以前就先把握住机会。企业家的行为有以下六大特征。

第一，战略眼光驱使，追求机会为动力；

第二，全力以赴，运作机会；

第三，竭力寻求必要资源以实现机会；

第四，控制资源，合理利用资源；

第五，平行的灵活的管理结构；

第六，基于业绩，鼓励团队的激励机制。

一般地，企业家是指创建企业的人，从这个意义上讲，企业家就是创业者。企业家具有敏锐的市场洞察力，能够准确地把握机会，能够把市场机会变为获取利润的商业实体。

总之，企业家是那些创造企业，提供就业机会，刺激经济增长，推进科技和管理方面创新的群体。④

不同的人对于企业家有着不同的理解。有人认为，企业家是创新者；有人认为企业家是敢于承担财务风险，并启动、运营和管理商业企业的实业家；有人认为企业家就是创业者，是为了获取利润而敢于冒险的人；Bob Reiss认为企业家是那些能够看到并抓住市场机会，不管目前是否能够控制实现其机会的资源。他们具有必胜的信心，应变的灵活性，以及失败后卷土重来的志愿。

（二）企业家的素质是天生的吗

企业家的这种能力是天生的还是培养的，这个辩论至今没有停止。根据2006年的一项调研，⑤ 2/3的被调查的企业家认为他们想创业的愿望和决心是天生的，与他们受到的教育与经验基本无关。

---

① "The entrepreneur shifts economic resources out of an area of lower and into an area of higher productivity and greater yield".

② Joseph Schumpeter, Capitalism, Socialism, and Democracy.

③ R. Smith and J. Smith, Entrepreneurial Finance.

④ Andrea Larson, Debbie Ehrenworth, 2008, Oct. Entrepreneurs and Entrepreneurship, SSRN.

⑤ Inc. com, October 24, 2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而著名教授 Lloyd E. Shefsky 在他的名著《企业家不是天生的》① 一书中，经过对 200 位杰出企业家的访问，Shefsky 提出，企业家并非是天生的，而是可以后天培养训练的。以他本人的经验，他指出，企业家不是不重视风险，只是在充满光彩的机会旁边，风险显得苍白无色。他认为，企业家应当至少具有如下可以学习、可以培育的特征。

第一，有创意；

第二，敢于承担风险；

第三，战胜失败的恐惧；

第四，建立一种健康的工作态度；

第五，勇于破旧立新；

第六，做好一切准备，以待时机的到来；

第七，任何时候创业都为时不晚。

成功的企业家往往具有非凡的创意，而创意是创业的基础，也是创业者的力量源泉。企业家不是刻意去追求风险，但他们敢于承担风险。任何创业都不可能没有风险，如何面对风险是识别一个企业家能否取得成功的标志之一。创业最大的风险自然是亏本、失败。企业家敢于正视风险正是他们战胜自己害怕失败可能性的心理。

企业家除了要具备基本的心理素质，还要有一种健康的工作态度。如果一个企业家仅仅看准方向，具有承担风险的思想准备，而没有一步一个脚印扎扎实实的计划，没有具体实施的行动，再好的理想抱负也将付诸东流。

此外，企业家还应该有破旧立新的勇气。循规蹈矩的人是不大可能成为成功企业家的。很多人认为企业家成功的秘诀在于运气好，但运气是为那些擅长抓住机会的人准备的。机会对于每一个面对它的人是平等的，只是有的人做好了充分的准备，他们不会错过好的机会，而另一些人则在机会面前没有反应，或虽然认识到了机会，却因为准备不足，错失良机。

最后，创业不分前后。年轻人可以创业，中老年人照样可以创业。美国著名的厨师和电视节目主持人 Julia Child 51 岁才开始她的电视主持人生涯，她一露面，就以她谈笑风生的天性，出类拔萃的精湛厨艺，和无畏无悔的风格而一举成名，成为美国家喻户晓的电视明星。我国中老年人创业成功的事例也比比皆是。2003 年，77 岁高龄的孙重先生与老伴一道，凭借东拼西凑的几十万元创办了一所老年公寓，五年后，这所老年公寓已经价值 200 多万元。②

美国西南航空公司的创始人 Herb Kelleher 先生③认为，企业家的造就既有先天的因素，也有后天的因素。成功的企业家的确具有天生素质，他认为如下 6 个个人素质是企业家成功的基本原因。

（1）具有一定的智力；

---

① （美）谢夫斯凯（Mcgraw-Hill）. 企业家不是天生的——200 位成功企业家的秘密［M］. 北京：清华大学出版社，2005.

② 石峰 . 77 岁来个老年创业［N］. 市场报，2008-03-03.

③ Babson Insight，Babson executive Education，copy right Babson College 2001-2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2） 良好的健康；

（3） 乐观的性格；

（4） 较长的集中力；

（5） 坚持不懈的精神；

（6） 温暖的人格。

以上几个特征也可以总结为三个最重要的因素：智力、体力和性格。事实上，智力、体力和性格的形成有天生的原因，也有后天环境、教育、经验和训练的原因，但在这里，天生的因素不可否认。人的体力和性格的良好发展是身心发展是否健康的问题，而身心健康既有遗传原因，又是教育、训练、培养、环境影响的结果。1948 年，世界卫生组织对“健康”这个概念作出如下定义：“健康是身体上、精神上和社会适应上的完好状态，而不仅仅是没有疾病或者不虚弱。”①世卫组织对于健康的这个定义至今为止还是人们沿用的最基本的根据。

1986 年，世卫组织又进一步强调健康三角形：健康是身体、心理（精神）和社会生活，三位一体的一种和谐状态。世卫组织提出衡量健康的 10 项标准是：精力充沛，能从容不迫地应付日常生活和工作；处事乐观，态度积极，乐于承担任务不挑剔；善于休息，睡眠良好；适应环境，应变能力强；对一般感冒和传染病有一定抵抗力；体重适当，体态匀称；眼睛明亮，不发炎，反应敏捷；牙齿清洁，无缺损，无疼痛，牙龈颜色正常，无出血；头发有光泽，无头屑；骨骼健康，肌肉、皮肤有弹性，走路轻松。②

身心健康是成为一个成功企业家的条件，也是他们能够具备乐观精神、毅力和领导能力的基础。而身心健康既有先天因素，又有人为因素。从企业家的能力上看，企业家的成功在很大程度上是培养训练的结果。Kelleher 先生认为企业家需要经过训练获取如下几个能力。

（1） 良好的倾听能力；

（2） 充满激情的有力的倡导能力；

（3） 广泛的知识和坚实的教育基础；

（4） 健全的判断力；

（5） 从琐事中鉴别重要事件的能力；

（6） 识别轻重缓急，以集中精力于核心要素的能力；

（7） 对事务持有乐观的怀疑态度。

上述诸能力中，倾听能力是首要的，能够听到来自不同方面的不同意见：员工的，消费者的，供应商的，竞争对手的。不仅是听到，更重要的是理解。能够听到话中的话，能够听到话背后的话，能够区分重要的话与无关的话，这种能力不是一般人具有

---

① “a state of complete physical, mental, and social well-being and not merely the absence of disease or infirmity”, by WHO (World Health Organization), Preamble to the Constitution of the World Health Organization as adopted by the International Health Conference, New York, 19-22 June, 1946; signed on 22 July 1947 by the representatives of 61 States (Official Records of the World Health Organization, no. 2, p. 100); and entered into force on 7 April 1948. http://www.who.int/about/definition/en/print.html.

② 新闻网．世卫组织关于“健康”的定义和标准［EB/OL］.（2006-11-08）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的。在判别一个企业家能力的时候，我们往往忽略人们的这个能力。事实上，倾听是最基本也是最重要的能力之一：能否倾心聆听他人的意见，能够领悟他人的用意，能够吸收他人的建设性建议是最基本的能力。

关于企业家是天生的还是后天培养训练的辩论几十年来一直未断。也有人把这个辩论归结为“Nature”（内在的、生来固有的）或“Nurture”（培育的、训练的）的关系，他们认为，成为一名成功的企业家，Nature 与 Nurture 二者缺一不可。Winifred Gallagher 先生提出 Nature 与 Nurture 就像水与面粉，二者合成，才能做成面包，而一旦面包出现，就很难分清水或面粉。

从经济学的角度看，企业家是那些具有敏锐市场洞察力的人，他们首先看到的是市场机会，并果断地捕捉这些机会。他们是先看到机会，然后才想到实现这些商业机会的具体途径，如资金问题，人员问题，材料来源问题等等。企业家具备敢于承担风险的性格，但他们真正的特点是对于市场发展的洞察力。

（三）一个案例

2007 年 3 月，作者对于所教授的人民大学研究生班作了一个简单的问卷调研，其结果也许具有一定的代表性。在回答“你是否有创业的愿望”这个问题时，37 名研究生中，59% 回答“有”，34% 回答“没有”，而 7% 回答“不一定”（见图 2.1）。

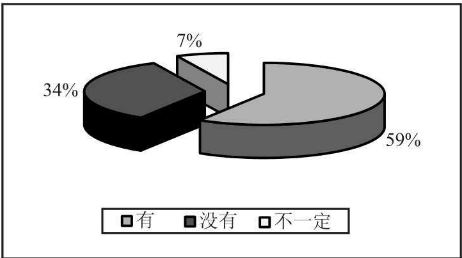


图 2.1 你有创业的愿望吗

在回答为什么愿意创业时，同学们给出不同的答案。同学们的意见按照回答的频率（回答最多的为 1，其次为 2，依此类推）总结如下。

（1）更具有挑战性；
（2）能够自己当家做主；
（3）能够赚更多的钱；
（4）有助于帮助自己的创新；
（5）对国家作出更大的贡献；
（6）更加自由；
（7）更具有灵活性。

而回答“没有创业愿望”的同学，其答案按照频率从高到低如下。

（1）创业太累了；
（2）创业风险太大；
（3）要花太多的时间；
（4）已经有了一份满意的工作；
（5）没有资金创业；
（6）没有创业的经验；
（7）没有创业成功所需要的人际关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、企业家与创业者

企业家是出色的创业者，而创业者不一定都是企业家。

企业家（Entrepreneur）的原始定义中包括：创造，操作和管理企业，敢于承担财务风险的人。这里，企业家本身就包含了创业者的意思。企业家是那些看到社会上出现问题，把这些问题作为商业机会的人。企业家是演员，而不是观众；企业家是参与者，而不是旁观者。然而，并不是所有的创业者都能成为成功的企业家。

企业家一般具有如下四个特征①。

（1）具有商业愿景的理想主义者；

（2）具有洞察力，能够捕捉商业机会的思想家；

（3）具有表达能力的营销者；

（4）具有执行能力的领导者。

充满美好的商业愿景，具有乐观主义精神，能够捕捉商业机会是创业者必备的品质，但只有具有一定的营销能力，能够开发市场，尤其是具有执行能力的创业者才能够成为成功的企业家。从上述企业家的四个特征分析，具备第一和第二种特征往往是成为创业者的必备条件，但只有同时具备第三、第四个特征的人才能够成为成功的企业家。

三、风险投资家与创业者

（一）创业与死亡谷

风险投资家与创业者的关系是很微妙的。一方面，风险投资家与创业者像恋人，他们相互青睐对方的优势，深深感受到对方吸引人的地方；另一方面，他们又像在战场上交锋的双方，互相探索，寻找对方的弱势，试图找到可以控制对方的战略。由于风险投资家是掌管资本的一方，寻求资金以试图逃离“死亡谷”的创业者往往属于劣势。

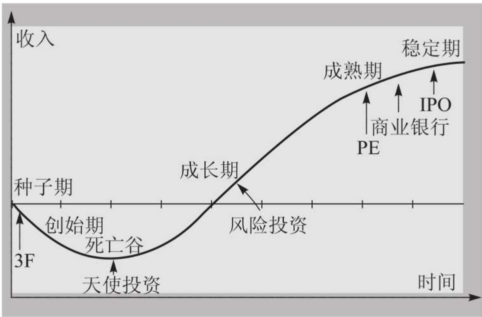


图 2.2 企业成长与死亡谷②

企业从出生到长大，到成熟往往要经历许多艰难困苦，而创业初期最困难的莫过于“死亡谷”。顾名思义，“死亡谷”多存在于创业型中小企业，是企业发展过程最困难的时期，也是企业最容易夭折的时期（见图 2.2）。

图 2.2 清晰地描绘了“死亡谷”的存在。图的横轴表示时间，即企业成长过程：从种子期到创始期，到成长期（扩张期），到成熟期，到稳定期。图的纵轴

① Michael E. Gerber，1995，The E-Myth Revisited：Why Most Small Businesses Don't Work and What to Do About It (Paperback).

② 刘曼红．天使投资：理论与实践［M］．北京：经济管理出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表示企业的营业收入。

（二）创业与3F

在企业发展的种子期，3F（Family，Friends and Fools or Founders，家庭，朋友，傻瓜或创业者本人）往往是他们最主要的资金来源。在进入创始期时，除了3F，还有天使投资、政府扶植基金、科技孵化器、风险投资等等其他资金来源相助。当企业进入成长期，也称为扩张期，他们有可能寻求风险投资。企业进入成熟期，私人权益资本（又称为非公开权益资本），或商业银行就会介入。步入稳定期的企业还可以通过资本市场融资。

如果企业处于死亡谷之中，他们与天使投资家/风险投资家谈判时往往处于被动地位，在投资谈判上力量较弱。这时，天使投资家/风险投资家常常可以大大降低投资成本，获得投资谈判的主动权。因为处在死亡谷的企业急于获取救命资本，而投资者却并不因为创业者所处的地位而忽略对于被投对象的严格筛选，也绝不会掉以轻心，简化投资的尽职审查程序。

（三）风险投资家与创业团队

著名风险投资家John Doerr曾经指出，风险投资家重视的不仅是杰出的创业者，他们更重视的是一支健全的创业者团队。作为风险投资家，他们希望所投资的是一个理想的团队。风险投资家有责任帮助企业家们建设这样一支团队，但却没有义务，也不可能直接参与企业日常管理，不可能直接领导企业的成长，更不可能主持企业的生产和销售。风险投资家的任务是帮助企业家完成团队的建立。在整个企业成长过程中，创业者团队是主力，风险投资家只是发挥从属作用。创业者唱主角，风险投资家唱配角。

风险投资家识别未来的具有巨大潜力的创业团队主要看以下五点。

第一，科技创新实力；

第二，出众的管理能力；

第三，具有聚焦于巨大的迅速成长的市场的战略；

第四，能够说服人的，比较公平合理的财务数据；

第五，最后一点，也是最重要的一点：对于成功的激情和渴望。

当然，一支创业团队很难一下子具备以上全部五点，有时风险投资家需要帮助创业者逐步完善他们团队的建设。然而，上述第五点是不可或缺的，是核心的核心。如果创业家没有创业的激情，没有获胜的饥渴，没有战胜一切的决心，没有必将成功的信念，他们的创业是没有灵魂的，而没有灵魂的创业是不可能成功的。

然而，创业者往往具有企业家的眼光和挑战性，不一定具有成功企业家的管理能力。企业家精神（Entrepreneurial Spirit）与全面的管理能力（Managerial Capability）不是一回事。像比尔·盖茨那样成功的创业者是寥寥无几的。研究证明，从创业者开始，一直到超级上市公司的总裁的事例仅占创业家的不足5%。大部分创业者在创业成功后，往往退出日常管理，而是雇用专业管理人才对于企业实行整改，使得企业迅速发展壮大。有些创业者是“连续性创业者”（Serial Entrepreneurs），他们创业后，即把企业交给专业管理人员，而他们自己再次创业。有的连续性创业者以创业为乐趣，以创业为职业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（四）风险投资家与创业者的关系

风险投资家与创业者的关系是比较复杂的。没有成功的创业者，就没有成功的风险投资家，但反之未必。没有获取风险投资的企业也可能大获成功。风险投资家与创业者的关系可大致总结如下。

（1）具备杰出的管理能力，市场发展战略，又具有科技创新实力的创业是风险投资的基础，充满创业激情的，具有必胜信念的，勇于挑战自我的创业者是风险投资家投资的依据。

（2）在企业急于融资时，尤其在企业处于死亡谷时期，创业者在争取风险投资的谈判中往往处于被动地位。这时也是风险投资家获取低成本投资的好机会。

（3）创业者是风险投资成功的最基本条件，没有成功的创业者，就没有成功的风险投资家，然而，风险投资家则是成功的创业者之所以成功的主要原因之一。

（4）在相当长的一段时间内，创业者是风险投资家的商业伙伴，二者的关系是企业成功与否的关键之一。

（5）创业者的最终成功需要风险投资家的辅佐，因此，投资后的积极参与成为风险投资家区别于其他投资者的重要特征之一。

第二节　创业企业的发展阶段与融资模式

一、创业企业的生命周期（Ⅰ）

只要有生命，就有生命周期；只要有诞生，就会有死亡。世界上万物都存在生命周期，如人、植物和动物，都会生老病死，企业似乎也不例外。与自然人不同的是，企业的生命可以超越自然人的寿命，如果加强企业内部的不断创新，企业的生命可以很长。然而，企业的生命周期仍然类似自然人的生命周期：企业从孕育（创意）到出生（创业），从幼小（初创期）到茁壮成长（成长期），都显示出企业生命周期的特征，这也是企业生命周期基本概念的由来。

企业的生命周期与风险投资密切相关。风险投资并不是针对企业生命周期的每一个阶段。研究证明，企业生命周期的某一个阶段是风险投资的最佳投资阶段。从风险投资角度看，企业生命周期包括企业从创始到成长，从成熟到衰老的整个过程，而这一过程可以用企业的销售趋向来描述（见图 2.3）。在企业发展壮大的过程中，企业的成长期通常是风险投资的最佳时期。

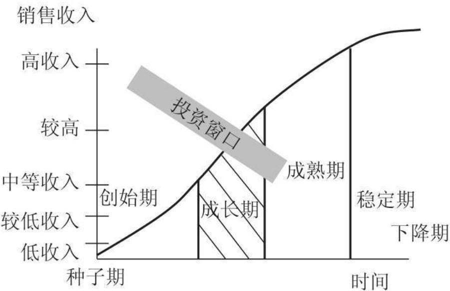


图 2.3　企业生命周期

（一）种子期

种子期（Seed Stage）是企业生命周期的第一个发展阶段，企业这时还处于胚胎状态。种子期又叫做创意期，那时，企业家可能只要一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个崭新的想法，一个颇有创意的主意。在种子期，企业家已经具有一个比较成熟的创意，正在完善其创业计划，组建其创业团队，形成其商业模型，正在进行“Beta 实验”。Beta 实验最早是指消费者对于新版本的软件的一种尝试，后来这个概念被借用并推广。目前，Beta 实验是指消费者对于一种新的商业模型的尝试与鉴定，用来形容在新产品上市之前，消费者对其进行的尝试和评价。创业家之所以放弃眼前所有利益而奋勇创业，是因为他们心中有一个梦想或理想，有一个他们梦寐以求的创意。企业家把创意进一步发展成为一个完整的商业法案，这时，企业进入了它生命周期的第一个时期：“种子期”。

在创业者仅有创业的构思，还没有企业形式的出现，或者刚刚注册公司，但没有形成管理团队时，企业处于种子期。创业者或者拥有具有商业化潜力的专利，或者掌握一定的“know how”，或者看中了一个尚未开发的市场。这个时期的资金往往基于自筹资本：创业者本人，他们的亲属和朋友，也称为三“F”，即 Family（家庭），Friend（朋友），Founder（创业者本人，有时他们也自谐为傻瓜 Fools）。

在企业发展的种子期，天使投资、科技孵化器、政府引导基金、风险投资往往成为主要资金来源。如果创业者的确掌握具有巨大潜力的专利和划时代的发明创新，那么种子期的企业也可以得到政府的无偿资助。如美国的“小企业创新研究项目”（SBIR）、中国的 863 项目、火炬项目，973 项目等等。此外，各类科技孵化器、科技创新中心、创业中心也为种子期的企业提供一定资助。孵化器和创新中心的资助不一定以资金的形式，而是以提供廉价办公场所，及与创业相关的其他服务项目，如各种子期企业共享的会议室、文秘服务、电话电传等等。

（二）创始期

创始期（Startup Stage）是在种子期后，企业生命周期的第二个阶段。由于在种子期，企业实体并不存在，所以有时人们也把企业的创始期看作企业生命周期的第一阶段。

创始期是企业的婴儿期。在创始期，企业家走入把“创意”推向实施的第一步。这是十分艰难的一步，也是至关重要的一步，使得企业像一个出生的婴儿一样呱呱落地，企业的生命正式开始。企业实体（或作为个体企业、合伙企业、有限责任公司、股份有限公司，或其他形式）已经存在，创业团队也已经组建，已经有了可作为展示用的产品，甚至有了一些零星的销售收入。但在创始期，企业的产品或服务还需要进一步完善，其商业模式还需要进一步改进，其创业团队还需要进一步整合，其市场战略还需要进一步充实。这一阶段，企业家花费很多精力、时间、热情，投入他们辛辛苦苦积累的资金，全力以赴，进入创业阶段。

企业在创始期虽然已经正式成立，管理团队也初具雏形，但企业仍然处于初创阶段，没有成形的产品，或者即使有了一定的产品，却没有销售收入。此时的投资仍然风险很高。因此在创始期企业的资金来源仍然是 3F、天使投资、科技孵化器、政府资助和风险投资。但这个时期企业的发展仍然处于雏形阶段，投资风险很高。这个时期获取外部资金来源是十分不易的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）成长期

企业的成长阶段也是企业的发展壮大阶段。一般地，这个阶段是风险投资的最佳进入阶段。在这个阶段，企业修正、补充了商业计划，调整了发展方向，扩大了市场；同时，他们增加了产量，选择了拳头产品，管理风格从非正式转入正式的科学的管理模式。很多企业在这个阶段已经具有一定的客户群，有了销售收入，而且收入明显呈现上升趋势。

企业的成长期是企业最重要的发展期。当企业进入发展期，风险投资及其他类型的非公开权益资本开始投入。事实上，这时企业生产已经进入正轨，已经有了销售收入，但企业需要扩张，仍然具有巨大的发展潜力。另一方面，投资风险虽然仍然存在，却比种子期和初创期小得多。这个时期往往被风险投资家称为最佳投资期，又称为风险投资家的投资窗口。

（四）成熟期

企业的成熟阶段以稳定的生产、稳定的收入、稳定的现金流为标志。在这个阶段，大多数企业的产品已经具有一定的品牌效应，建立了良好的销售网络。一个企业发展到成熟期，可以摘取丰收的果实，出色的企业可以开始上市准备。

这个时期，由于企业的规模已经相对增长，企业的资金需求也相对增大，3F 及天使投资已经不能满足企业要求。另一方面，企业的其他资金来源明显增加，例如，除了风险投资等非公开权益资本外，商业银行也是一种选择。对于企业来说，银行贷款相对于风险投资来说更方便、更便宜，是更应当尽量争取的财务杠杆。

（五）稳定期

企业成长的稳定期是其成熟期的继续，也可将这一阶段并入企业成长的成熟期。在这一阶段，企业上市后保持稳定持续增长。一个企业发展到稳定期，如果不积极推进企业内部创新，强调企业的重组与更新，那么企业的稳定期即是他们下降期的开始。

企业在稳定期的资金来源除一般非公开权益资本（也称为 Private Equity，PE）、商业银行贷款、企业债券等融资方式外，还可以考虑上市，在股票市场上筹集资本。

（六）下降期

企业成长的下降期以销售收入的下降为信号，随后即是利润的下降，企业开始出现负现金流：现金收入小于现金支出。这时企业的生命取决于这种负现金流能够维持多久。有的企业通过改革、重组，能够起死回生；有的企业却一败涂地，不可救药。下降期的长短依据企业状况的不同而不同。有的企业在很短的时间里就濒于死亡，另一些企业则在死亡线上挣扎很久。下降期是企业生命周期的结束。

二、创业企业的生命周期（Ⅱ）

以上企业成长阶段的分类是根据风险投资特征进行的，这种成长阶段分类只是多种分类方式之中的一种，对于企业生命周期的研究不仅可以从风险投资、金融学角度出发，还可以从管理学、组织学等角度进行。例如，美国哈佛大学教授 Grenier（1972）①

① Greiner，Larry E. Evolution and Revolution as Organizations Grow［J］. Harvard Business Review，1972，July-August.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在《组织成长的演变和变革》一文中从企业组织管理的角度定义了企业生命周期的概念，他认为企业的生命周期分为五个不同的成长阶段。

（一）创新成长阶段

企业的创新成长阶段出现在创业的初期，这时，企业更多地依靠创业者的个人创造性和企业家精神。这个阶段重点是强调研发，重视市场，如何把新产品迅速销售出去，从而促进企业迅速成长。这个阶段企业不需要复杂的管理和战略，透过创业者本人就可以控制整个团队。这个阶段以创新为基本元素。

（二）团队成长阶段

第二个阶段是团队成长阶段。这个阶段是指企业透过很多专业化的经理人去管理若干部门，建立一个管理团队去指导员工工作，引导员工执行决策层的决定，企业通过领导而成长。

（三）规范成长阶段

第三个阶段是规范成长阶段。这个阶段的重点就是企业管理的规范化，企业通过授权、分权而成长。这时企业可能已经高速成长，产品转向更为广泛的主流市场。随着员工人数迅速膨胀，部门快速增加，销售地域和网络越来越分散，在这个成长阶段，企业需要更多的规章制度与规范的管理。

（四）协调成长阶段

企业发展的第四阶段进入协调成长阶段。企业需要通过更规范、更全面的管理体系和管理流程，需要更先进的管理模式以协调企业内部各个部门的关系，通过协调而成长。

（五）合作成长阶段

这一阶段也是潜在成长过程的最后阶段，企业的规模不断壮大，只有通过合作成长，才能适应迅速发展的需要。如果企业这时已经进入国际市场，成为一个全球性的公司，企业内部的合作与企业外部的合作就更加重要了。

三、中国企业生命周期调查

对于企业生命周期的研究有利于帮助企业掌握自己的发展规律，及时有效地发掘不同的资金来源。我国企业对于生命周期的研究和利用这些年也有了明显进步。例如，2007 年 5 月，温州市龙湾区工商局对内发布了《企业生命周期研判》。这次进行的中小私营或民营企业的生命周期调查，是龙湾工商部门对 2003—2006 年度四年期间被吊销、注销的 2 410 个中小企业进行核对统计。结果发现，这些企业中，有 44.52% 的中小企业生命周期不超过 4 年，其中个人独资企业的生命周期最短，仅 1.99 年。

调查证明，不同行业企业的生命周期有差别。

在被调查的 16 个生产行业中，生命周期最长的为电力、燃气及水的生产和供应业，平均为 14.04 年；其次是文化、体育及娱乐业，平均为 8.07 年。

传统行业制造业、批零业和餐饮住宿业的企业寿命则在平均水平以上，而新兴行业如信息传输、计算机服务和软件业、租赁和商务服务业等企业寿命普遍偏低，基本在 2 年多一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据浙江省工商局有关人士介绍，去年他们也做了一项调查，浙江 1988 年以前注册的私营企业共有 7 260 家，到去年为止还存在的只有 1 000 多家；1989 年注册的私营企业共有 1 035 家，目前只剩 351 家。浙江的民营企业平均存续时间为 7 年。

“摆在浙江民营企业面前的生存之道就是创新。”省工商局局长郑宇民表示，企业家成长非常艰难，创业非常艰辛，特别是转型时期，浙江个体工商户过去两年共开业了 78.3 万户，但注销死亡了 55.9 万户，私营企业过去两年共开设了 14 万户，但注销死亡了 5.18 万户。①

四、企业成长的生命周期与融资模式

（一）企业成长与风险投资

如上所述，企业成长的生命周期包括种子期、创始期、发展期、成熟期、稳定期和下降期。企业发展的每一个时期都有其不同的特征，企业在其成长不同阶段对于资金的需求也不同。企业成长的生命周期的每一个阶段，都会有不同的融资方式，不同的融资渠道，以及不同的融资额度。企业不是在每一个发展阶段都与风险投资相联系（见图 2.4）。

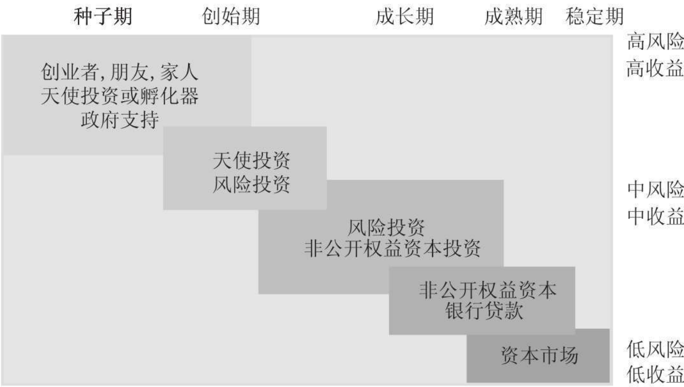


图 2.4 企业成长与风险投资

正如图 2.4 所示，企业的资金来源与企业成长阶段息息相关。

在种子期，企业家的资金来源往往是他们自己，他们的家人和亲戚，他们的朋友。此外，他们也寻求天使投资的帮助。如果企业是国家大力扶持的高科技企业，国家也会给予一定的资金援助。国家或大专院校，或其他非营利组织所资助的科技孵化器也是企业种子期的资金来源。

在创始期，企业需要更多的资金来源，如果是具有发展潜力的企业，尤其是高科技企业，可以寻求风险投资，这个阶段天使投资也是可选择的资金来源。

在企业的发展期或扩张期，如果企业具有一定实力、市场发展潜力，和强有力的管

① 吴家鸿，王盟，陈聿敏．浙企业生命周期报告　这些企业为何活不过 4 年［J/OL］．（2007-08-01）．www.zjsr.cn.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理团队，那么，这个阶段企业获取风险投资的可能性增加。如果企业不是高速发展的高科技企业，却具有稳定的巨大市场，也有可能获取风险投资或其他非公开权益资本(PE，也译为私人权益资本)。

在企业发展的成熟期，企业本身实现正现金流所需资本大多是短期流动资金，这时企业可以从商业银行获取资金。如果企业由于这种原因，需要中长期资金支持，又可以申请非公开权益资本以获取股本资金。

企业发展到稳定期，就可以考虑上市，从资本市场融资。

(二) 企业发展周期，需求资金量，及投资风险

可以想象，企业从出生到婴儿，到青壮年，到中老年，到衰亡，在各个不同的生命周期，其所需的资金量不同，其所承受的风险也不同。一般地，企业越是年幼，他们所需要的资本量越少，所面临的风险越高。同样，给予他们资金支持的投资者也承受越高的风险。而随着企业的成长与发展，他们所需要的资本量越来越大，所面临的风险也就越来越低，对于投资者的要求也越来越不一样。企业生命周期的长短与其对于资本量的需求成正比，与其所面临的风险成反比。同样，不同的投资者会根据自身状况在企业生命发展不同阶段进行投资。例如，商业银行的资金大多是来自于短期银行存款，与其相对应，商业银行愿意投资于企业的发展后期，即成熟期和稳定期。因为这个时候，企业仅需要流动资金以解决其短期资金不足的问题。

企业的生命周期与其资金需求状况可由图 2.5 显示。

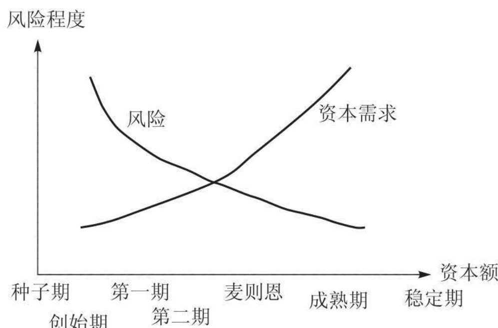


图 2.5 风险与资本需求

从图 2.5 我们可以看出，企业的成长与其所需资金量成正比，而与投资风险成反比。企业成长从小到大，他们所面临的风险越来越小，而他们所需的资本量越来越大。企业在种子期，只要很少的资本量就能使他们渡过难关，但有时，这很少的资金仍然十分不易获取，其原因很简单：他们所需的资金虽小，但风险却极高。没有一定的投资经验的投资者很难做出投资决策，没有扶植创业企业的热情，也不可能有这个胆量作出投资决策。相反，在企业成长的后期，企业对于资本量的需求越来越大，但他们反而相对容易获取资金。原因在于，他们已经发展到了成熟期和稳定期，已经在市场上经受过风风雨雨的磨练，产品已经成型，技术已经接受了市场考验，商业模式已经为实践所验证，团队已经富有一定的经验，投资者的预期风险比较小。

(三) 创业企业风险高的原因

在投资者看来，创业企业的风险很高，大约有如下四个原因。

1. 信息的不对称

对于创业企业的真实状况，如资金状况、市场潜力、材料供应、销售渠道等等信息，企业家才真正掌握实情，而投资者仅仅知道支离破碎的信息。如果企业已经发展到成长期或成熟期，企业的上述经济状况可以在市场运作上有所反映。但因为企业还处于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种子期或创始期，上述信息无法识别，投资者往往比较谨慎。

2. 新兴企业主要的有价值资产往往是无形资产

这些无形资产或是专利，或是创意，或是没有专利的科技发明或创新，或是新的信息。总之，这些无形资产可能在未来具有巨大价值，但在目前其价值还很难体现。投资者无法以这些无形资产作为投资的抵押品。

3. 创业企业的创新项目或创意还没有得到市场的确认

这些新兴事物很可能会在国家政策方面、宏观经济条件方面，或管理条例方面遇到没有预料到的障碍，这些都是投资者可以理解的不确定性或风险。

4. 如果创业企业是高科技企业，投资者还会遇到科技风险

科技产品是否可以平稳地实现向市场化的转移，科技含量是否经受住时间的考验，在进入市场前，这些科技创新是否已经为新的科技成果所替代。

然而，没有弱小，就没有强大；没有种子期，就没有成熟期。事实上，企业最需要资金支持的时期正是其发展阶段的早期，即种子期和创始期。美国商业杂志 *Inc. 500* 每年评比出美国 500 家最佳小企业，其中在创业时其资本金小于 2 万美元的企业占 60%。

（四）缺乏必要的资金来源是小企业失败的重要原因之一

创业是十分艰辛的事业，创业者要承受很大的风险。根据美国小企业管理局（Small Business Administration，SBA）统计，50%的创业企业在初创的第一年就宣告失败，而 95%的创业企业在创立的五年内失败。

SBA 总结了小企业失败的六大因素。

（1）创业家没有全力以赴；一些人认为，作自己企业的老板会更轻闲，事实正相反，企业家比任何雇员都更勤奋；

（2）没有足够的资本金；

（3）缺乏合理的计划；

（4）对于企业发展的期望不现实；

（5）理想多于实际行动；

（6）在错误面前不能勇于承担责任。

Michael Ames 教授总结了小企业失败的八大原因，① 缺乏资金是第二位最重要的因素。

（1）创业者缺乏必要的经验；

（2）没有足够的资本以实现正常运营；

（3）不适当的创业环境地点；

（4）没有科学的存货管理系统；

（5）过度投资于固定资产；

（6）信用管理不善；

（7）个人（很多时候是创业者）不当地挪用企业资金；

（8）对于企业的过快增长没有充分准备。

---

① Michael D. Ames. Small Business Management [M]. Minnesota: West Publishing company, 1983.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，以上八个原因中，有四个是与资金和资本管理相关：第二点，没有足够的资本金；第五点，过度投资于固定资产；第六点，信用管理不善；以及第七点，私人挪用公司资金。

五、中小企业的类型及其不同的融资模式

（一）创业企业与中小企业

中小企业的定义根据不同国家情况有所不同。在美国，一般雇员为 100 人以下为小企业，而雇员为 500 人以下为中型企业；在欧洲，其定义更窄一些：雇员为 50 人以下的为小企业，而雇员为 250 人以下的为中型企业。在我国，中小企业标准根据企业职工人数、销售额、资产总额等指标，结合行业特点制定。工业、建筑业、零售业对中小企业的定义各有不同。例如，工业领域的中小型企业须符合以下条件：职工人数 2 000 人以下，或销售额 30 000 万元以下，或资产总额为 40 000 万元以下。其中，中型企业须同时满足职工人数 300 ~ 2 000 人，销售额 3 000 万 ~ 30 000 万元，资产总额 4 000 万 ~ 40 000 万元；其余为小型企业。①

值得注意的是，创业企业和中小企业是相互联系又不尽相同的两个范畴。一般地，企业在初创期大都属于中小企业，更确切地，大都属于小企业。与此相反，中小企业不一定都是创业企业 。

如图 2.6 所示，企业从出生到成长，到成熟，到稳定，到衰老，经过一个较长的时间。在种子期，创始期的企业属于创业企业，这些创业企业大都是小企业，他们都经历了成长、成熟，到稳定的过程，但他们最终将分化：一些企业会成长为大型企业，一些企业会成为中型企业，而另一些企业则永远保持小企业的形态，当然，还有相当一些企业会夭折。

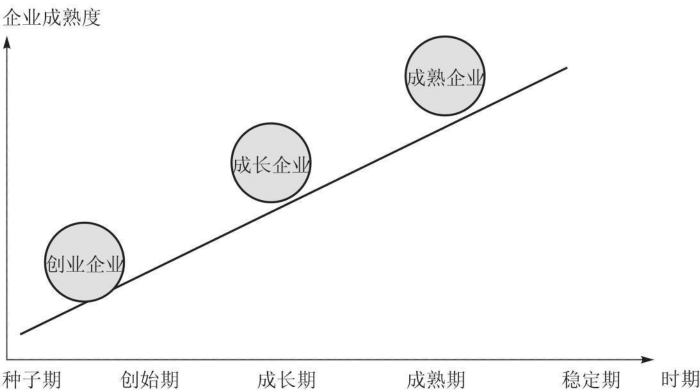


图 2.6 创业企业到成熟企业②

任何大型企业都是从创业企业开始的，所谓“千里之行，始于足下”。微软、谷歌、

① 国经贸中小企［2003］143 号：中小企业的定义 .

② 刘曼红 . 天使投资：理论与实践［M］. 北京：经济管理出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

英特尔等大型企业都是从创业企业开始的。然而，并不是每一个创业企业都会成为大型企业。一方面，企业所从事的行业、经营的性质、从业的环境往往限定他们未来的规模，规定了他们是否可以成长壮大的路径。此外，他们是否愿意成为大企业的主观意愿也起到重要作用。另一方面，即使创业企业主观意愿上希望能够成长壮大，然而，自身的条件、经营理念、管理团队、战略方针等等又制约了他们的发展。例如，街头巷尾的小商小贩可能很难成长为大型企业。还有些企业则因为业务性质，愿意保持小企业的模式。如果我们以企业的员工人数来界定企业的规模，那么，风险投资公司，或风险投资有限合伙制公司大都是小企业。美国目前只有不到 700 家风险投资公司，风险投资家不足 3 000 人。从这个意义上说，美国的风险投资公司都是小企业。当然，从风险投资公司所运作的资本额看，他们的可动用资本又比普通大型企业还庞大。

创业企业和中小企业的关系可由图 2.7 解释。

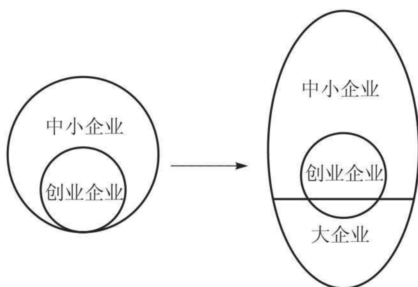


图 2.7 创业企业和中小企业的关系①

如图 2.7 所示，创业企业和中小企业是两个不同的范畴。一般地，创业企业都是中小企业，而中小企业并非都是创业企业。创业企业经过优胜劣汰的成长过程，成功的企业或蜕化为大企业，或仍然保留中小企业模式。这里的逻辑是：大型企业一定是成功的小企业所蜕化而成，但成功的小企业不一定都成为大型企业。即：小企业成功后，会分为：成功的大型企业，成功的中小企业。即使企业发展并不一定很成功，但他们战胜了死亡，走出了死亡谷，他们存活了。既然存活了，就有进一步发展的余地。他们成为成熟企业。

在企业发展初期，创业企业属于中小企业的一个子范畴。然而，当企业成长和成熟后，创业企业却分化为大型企业和中小企业两种模式。因此，在企业发展初期，几乎所有创业企业都是小企业，另一方面，不是所有成熟企业都是大企业。很多成熟企业仍然是小企业。从现实情况看，绝大多数成熟期的企业是中小企业。

（二）中小企业的三种类型

我们可以把中小企业划分为成熟型中小企业、成长型中小企业和创业型中小企业。在种子期或创始期中，一部分创业型中小企业会夭折，而另一部分则继续成长；同样，在企业的成长期，一部分成长型中小企业也会夭折，而另一部分则继续发展；即使到了成熟期，一部分成熟型中小企业仍然会倒闭，另一部分则会成为大型企业，还有一部分由于内在因素，或受制于外在因素，他们将永远保持中小企业的地位（见图 2.8）。

图 2.8 从一个侧面展示了创业企业和中小企业的关系。创业企业或成功，或失败。成功者成为成长型中小企业，失败者退出历史舞台。成长型中小企业继续发展，或成功或失败。失败者都退出历史舞台，而成功者却有两种结果：或成为大型企业，或保持中

① 刘曼红．天使投资：理论与实践［M］．北京：经济管理出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

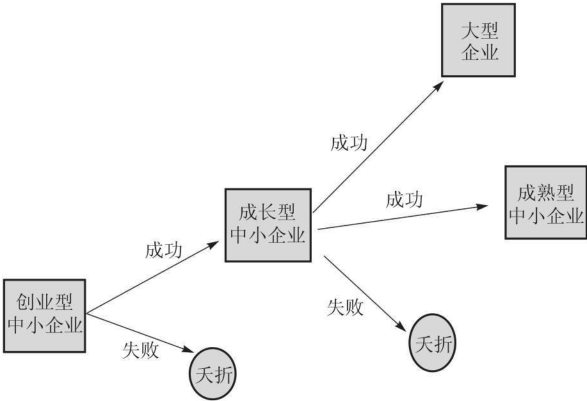


图 2.8　三种类型的中小企业①

小企业规模。从创业企业成长为成熟型中小企业并不是创业的失败，而是创业成功的结果之一。当然，如果一个企业在成长过程中本来是期望成为大型企业，也可能最终实现，但由于自身原因，如管理不善、经营方针不妥、发展战略不佳等等，也可能始终维持在中小企业的形态。这时的企业仍然属于成长型中小企业，他们的状态是暂时的，他们或者调整自己，成长为大型企业，或者修正自己的战略目标，选择维持中小企业形态。

（三）不同类型的中小企业，采取不同的融资模式

上述三种类型的中小企业：创业型中小企业、成长型中小企业和成熟型中小企业，其融资模式大不相同，如图 2.9 所示。

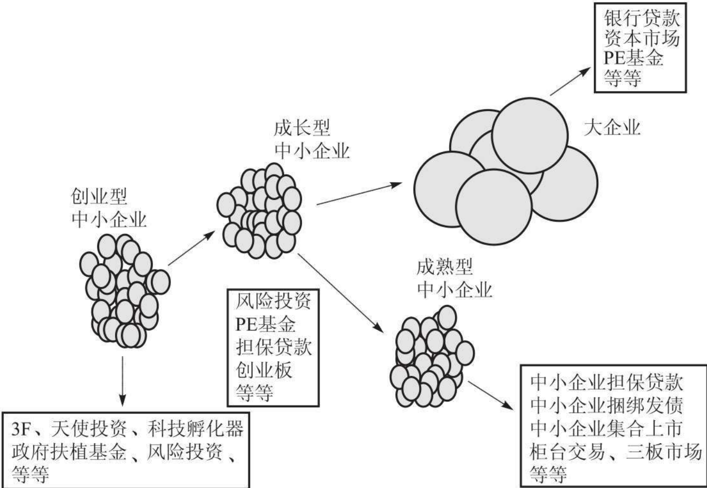


图 2.9　不同类型的中小企业：不同的融资模式②

① 刘曼红．中小企业与创业企业的一致与区别．中国人民大学风险投资发展研究中心文稿，2009.

② 刘曼红．天使投资：理论与实践［M］．北京：经济管理出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中小企业类型不同，所适用的融资模式也不同，如图 2.9 所示。创业型中小企业没有厂房设备等作抵押，很难获取银行贷款。他们的资金来源往往是 3F（家庭、朋友、傻瓜或创业者本人）、天使投资、科技孵化器、政府扶植基金、风险投资等等。这里，科技孵化器本身不是融资机构，也不一定为创业型中小企业直接提供流动资金，但他们会向在孵企业提供间接的资金来源，如廉价的办公室/厂房、免费的文件秘书、公用的电话/电传等等。

值得注意的是，天使投资、科技孵化器、政府扶植基金、风险投资等等大都不是针对一般创业型中小企业的，而是针对那些投资者认为具有巨大市场潜力，增长速度较快，具有巨大发展前景的企业，这些企业中不少都是高科技企业。其中，科技孵化器、政府扶植基金等等资金来源可能专门投资于高科技企业，风险投资的重要支持对象也是高科技企业。而一般的创业型中小企业往往依赖于 3F 作为主要资金来源。例如，一对退休夫妻在街角开了一家杂货店，他们也是创业型中小企业，但他们的发展前景、增长速度可能使他们难以获得天使投资或风险投资，更难获取科技孵化器的资助。

与创业型中小企业不同，成长型中小企业的资金来源主要有：风险投资，PE 基金（Private Equity Fund，又译为私人股权资本，或非公开权益资本等等），银行发放的中小企业担保贷款，或创业板上市等等。

成熟型中小企业的融资方式则可以选择中小企业担保贷款、中小企业捆绑发债、中小企业集合上市、柜台交易、三板市场等等。成熟型中小企业比较适合以债权资本的方式融资，而创业型中小企业则更适用于以权益资本（又称为股权资本）的方式融资。虽然对于创业企业来说，债权资本往往比股权资本更加便宜，它不会产生股权稀释问题，但比较不易获取。这是因为创业型中小企业没有足够的有形资本作抵押，也缺乏信贷历史记录，而权益资本的融资一方面可以免去抵押的要求和信贷历史的记录，另一方面，又可以暂缓支付贷款利息的压力。

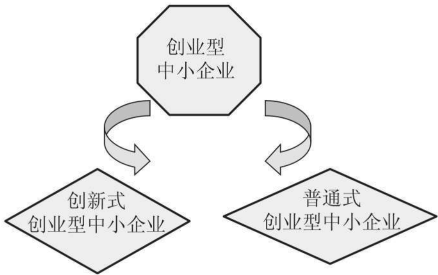


图 2.10 创业型中小企业的类型①

上述创业型中小企业又可以分为两种基本类型：普通式创业型中小企业和创新式创业型中小企业（见图 2.10）。

普通式创业型中小企业与创新式创业型中小企业都属于创业阶段的中小企业。二者都有望成为成长型中小企业，而后成为大型企业。二者的区别在于以下几项。

第一，比起普通式创业型中小企业，创新式创业型中小企业的成长性更为明显，其成长速度更快，利润积累速度更快。对于天使投资或风险投资来说，他们更具有投资吸引力。

第二，正因为创新式创业型中小企业具有巨大的增长潜力，他们也比普通式创业型中小企业具有更大的风险。而这种风险是投资者所要求较高的投资回报率的基本原因。

第三，创新式创业型中小企业的创新内涵使得他们成为大型企业的概率更高。

① 刘曼红．中小企业与创新．中国人民大学风险投资发展中心论文稿，2010 年 1 月．

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三节 投资模式与企业发展阶段

如果说上一节我们从企业生命周期的角度来分析其对于资金来源的需求，这一节，我们从投资者的角度分析企业发展阶段对于投资模式的影响，以进一步了解企业生命周期的发展及其随之而来的融资方式的变化。

一、企业发展早期的融资模式

企业发展的早期：种子期和创始期是企业发展的关键时期。

（一）布罗波融资（Bootstrapping）

布罗波融资是企业创业初期最常用的一种方式。Bootstrapping，布罗波最早来源于“Shoestring”，意为企业以最少的钱，勒紧腰带，辛苦创业。“Bootstrapping”，即创业者利用非常有限的资源，节衣缩食，艰苦创业，它是一种最古老也最原始的资金来源。Bootstrap 原意为鞋带，Bootstrapping 最初用于电子计算机的一个程序，在经济生活中，Bootstrapping 是指人们试图提着鞋带把自己从困境中拉出来。Bootstrapping 包括应付款、资本短缺（勒紧裤腰带）、先现金流后利润的短期目标的设定。大多数创业者最初是依靠自筹资本创业的。

据统计，94%的高科技企业，及80%以上的传统企业，在其种子期和创始期都在一定程度上采取过布罗波融资模式。布罗波融资包括以下几项。

（1）减少支出，省吃俭用。

（2）短期信用，如商业信用：短期商业信用或应付款项。一般地，供应商给予客户30到90天时间支付货款。在这段时间内，供应商不计取利息。当然，必须具有一定的信誉，才能建立这种供货关系。

（3）保理（Factoring）信用。保理即为保付代理。企业可以将应收款出售给第三者，通常为商业银行。一般地，保理业务是指供应商以赊销、承兑交单等方式销售货物给买方而产生应收账款，保理商对供应商的应收账款进行核准和购买，并向其提供资金融通、销售分类账管理、账款催收、坏账担保等一系列服务的综合金融业务。

（4）信用卡。在企业初创时期，企业家往往使用他们个人的信用卡以应付短期的急需的资金需求。

布罗波融资模式是企业基本上依靠自有资金运营的模式。在企业初创阶段，大部分企业采取这种模式。

在布罗波融资阶段，企业家要面对初生的企业，面对资金的短缺，他们必须迅速使自己脱离困境，否则企业很容易夭折。企业家在这种状况下应当采取以下措施。

第一，迅速行动，不要贪大求洋，而要脚踏实地，从小做起。

第二，寻找快速实现收支平衡的短平快项目。

第三，同时发展自己的专项产品，以占领长期市场。

第四，始终保持增长速度。

第五，在初始阶段，企业的注意力不应当在“利润”上，而应当在“现金流”上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有利润的企业不一定有良好的现金流，但真正致企业尤其是小企业于死地的不是利润，而是现金流。没有较好的现金流，企业就断了血脉，无法生存。

第六，在建立良好信用之前，就尽量与银行搞好关系。

（二）3F

在企业处于萌芽阶段，大部分创业者投入了自己辛苦积蓄的钱加上亲戚朋友的资助，这部分资金是创业者的重要资金来源。这部分资金来源也称为3F：即家人（Family），朋友（Friends）和创业者自己（Founders）。由于创业者在创业时全力以赴，不惧风险，他们有时放弃了自己薪水很高的职业，有时放弃了其他优厚的待遇，全力以赴，一心一意，以图创业成功。他们的这种行为往往不能为他人所理解，而被人形容为“太傻”，甚至“傻瓜”。所以，创业者常常以傻瓜（Fools）自娱。因此，3F有时也被解释为：家人（Family），朋友（Friends）和傻瓜（Fools），即创业者本人。

无论是发展中国家还是发达国家，3F往往是创业企业的主要资金来源。据美国小企业局统计，3F占企业种子期和创始期资金来源的近80%（见表2.1）。

表2.1 创业企业的资金来源

• 资金来源	• 融资比率
• 创业者个人的积蓄	• 74%
• 家人与朋友	• 5%
• 天使投资家	• 7%
• 风险投资家	• 5%
• 非金融机构	• 6%
• 商业银行	• 0
• 股票市场（柜台交易）	• 3%

（三）天使投资

天使投资又被称为“非正式”风险投资。一般地，天使投资是指具有一定资本金的个人或家庭，对于所选择的具有巨大发展潜力的初创企业进行早期的、直接的权益资本投资的一种民间投资方式。

天使投资在中国还处于萌芽期，大多数中国的天使投资家是已经成功的企业家或金融家，他们用自己赚到的资金投入他们认为比较有发展潜力的项目。但他们往往不愿意透露自己的姓名，不愿意暴露自己的真实身份。这种状况可能还会维持相当长一段时间，公开化有赖于投资人的逐渐增加，投资理念的逐渐成熟，投资操作模式的逐渐明确化。即使在比较完善的投资体系形成之后，天使投资绝对不是可有可无的。在整个中国企业的融资系统中，尤其是创业企业、中小企业融资系统中，天使投资是一个重要的不可或缺的环节。众所周知，Google这样著名的公司在其早期发展时，天使投资也起到了雪中送炭的作用。

与风险投资一样，天使投资也是向高风险、高收益、具有巨大增长潜力的项目的早期投资，它也是一种提供追加价值的，参与性很强的，长期的权益资本投资。与风险投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资不一致的是，风险投资是风险投资家管理和投资别人（投资者，往往是机构投资者）的钱，而天使投资家是管理和投资自己的钱。天使投资的投资期比较早，他们投资的规模偏小（大都低于25万美元），投资成本相对较低，投资的速度较快。对于天使投资与风险投资的一致与区别，我们还将在本章以及本书第十章进一步探讨。

（四）商业孵化器

商业孵化器（Business Incubator）最早起源于20世纪50年代末、20世纪60年代初的美国。创立于1959年的纽约州巴塔维亚工业中心被认为是美国的第一家商业孵化器。20世纪80年代，美国的孵化器发展为12个。[①] 同时，孵化器的形式为英国所采纳，后来又推广到欧洲及世界各地。[②]商业孵化器的形式和名称也根据各国各地情况不同而不同，如：科技孵化器、创新中心、科技园、科技创业中心等等。2015年，美国的各类孵化器发展到3 786余个，而英国则发展到376个。过去的10年，商业孵化器在英国迅速发展，到2015年，英国已有534家各类孵化器。

商业孵化器一般有私人的和公共的两类。私人的商业孵化器以赢利为目的，他们通过帮助新企业创立以获取一定的股权和费用。自从20世纪80年代起，发达国家以及发展中国家纷纷建立了公共的商业孵化器，以鼓励本国的企业家精神，刺激本国的创业行为。在很多国家，公共的商业孵化器往往以扶植高科技创新为主，这些科技孵化器又与大学院校和研究所相联系，以帮助研究人员和学者承担风险，勇敢创业。

科技孵化器（Technology Incubators）简称孵化器，是由政府，大学或其他科技机构支持的，帮助创新企业科技成果转化的一种组织形式。在我国，科技孵化器又以各种科技园区，或创业园区的形式存在。

科技孵化器一般由政府或大学提供办公楼或厂房，以较低的房租吸引有发展潜力的创新企业入驻。一般地，创新企业向科技孵化器提出申请，经孵化器审核批准后方可入园。科技孵化器除了给予入驻企业优越的租金，还提供其他服务设施，如入园企业可以共用会议室、电传机、复印机等。此外，有些孵化器还为入驻企业开办学习班，辅导他们如何管理企业，如何融资，如何发展壮大。各地方政府认识到科技孵化器对于本地区经济发展的长远影响，往往提供一些优惠政策，如三免两减的税收政策等等。

在我国，科技孵化器最初较多的是事业单位，现在越来越多的孵化器采取企业模式运行。孵化器在以资金和服务等方式支持小企业创业发展的方面作出了巨大的贡献。他们在向入驻企业收取租金的同时，往往也占有入驻企业的一小部分股份，孵化器的这种运行模式事实上带有权益资本连接的性质，使其从理论上成为非公开权益资本族中的一个成员。

1987年中国诞生第一家企业孵化器：武汉东湖创业者中心。从那时起，我国各地纷纷建立了为鼓励科技成果转化的促进中心，作为创业科技企业栖息地的企业孵化器在我国有了长足的发展。我国最初的孵化器大多在高新技术园区里，这样可以依托高新区的

---

① 全美商业孵化器协会。

② A. C. Cooper. The role of incubator organizations in the founding of growth-oriented firms [J]. Journal of Business Venturing, 1985 (1) no. 1: 75-86.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好环境、政策、服务和硬件环境。因此，在中国的孵化器得到了很好的支持。中国科技部是一直在领导孵化器事业的国家最高部门，相关的有教育部、人事部、外专局，在留学生创业园和大学科技园上有一些事务合作。各省、自治区、直辖市，科技厅、科委负责审批孵化器，并且给予经费支持。

根据45个地方科技部门和53个国家高新区统计，2015年全国科技企业孵化器达到了2 535家，比上年增加788家，其中国家级736家，建立在国家高新区内的有1 368家。①

表 2.2　　2012—2015年科技企业孵化器发展情况

名　　称	2012年	2013年	2014年	2015年
科技企业孵化器（家）	1 239	1 468	1 748	2 533
场地面积（万平方米）	4 375.8	5 379.3	6 877.8	8 679.7
在孵企业数（家）	70 217	77 697	78 965	102 170
在孵企业人数（万人）	143.7	158.3	141.7	166.2
累计毕业企业（家）	45 160	52 146	61 944	74 853

注：科技企业孵化器总数中包括各类孵化器（创业中心）和留学人员创业园。

截至2015年，科技企业孵化器中的在孵企业数超过200家的已经达到237家，在孵企业数量已经达到了102 170家。其中，北京中关村园区科技创业服务中心企业孵化数量最高，在孵企业达到2 786家。

商业孵化器的发展，尤其是科技孵化器、科技创业园的发展一般具有国家的大力支持，国家作为商业孵化器的有力后盾，这种状况无论在发展中国家还是在发达国家都很普遍。各国的经济发展程度不同，经济体制也各异，但国家支持孵化器的原因却颇为一致②。

（1）国家通过支持孵化器以刺激本国就业和财富的创造；

（2）支持具有潜力的小企业的生存与发展；

（3）鼓励科技向市场的转化；

（4）促进科技创新；

（5）加强大学、研究院所和实业界的联系；

（6）进一步扩大企业的集群效应。

我们注意到，以上几点也是风险投资为什么受到国家政府支持的主要原因。我们在分析国家政策与风险投资时，还会涉及上述观点。

（五）风险投资

风险投资是企业初创时期和发展时期的重要资金来源之一。但风险投资不是对于一般创业企业的投资，而是致力于投资那些具有巨大发展潜力的企业，由于高科技固有的特征，这类快速发展的企业往往是高科技企业。如本书第一章所述，按照美国风险投资

① 科技部：中国科技统计，2006年.

② M. G. Colombo and M. Delmastro. How effective are technology incubators? Evidence from Italy [J]. Research Policy, 2002 (31): 1103-1122.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

协会的定义：风险投资（Venture Capital，在我国又翻译成创业投资，下同）是由专业投资者投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。[①] 风险投资是由有经验的专业人士运作的一种资金运作模式。风险投资家不仅对所投企业提供资金，更重要的是他们为所投企业提供管理经验，提供市场及未来发展的联系渠道。

二、企业发展中晚期的融资模式

企业发展中晚期的融资主要有两种形式：股权融资和债权融资。

（一）股权融资

股权融资又称为权益资本融资。它是一种权益资本，与借贷资本有着本质上的区别。

而权益资本又包括公开权益资本和非公开权益资本两大类。

非公开权益资本（Private Equity）又被译为“私人权益资本”，由于与之相对应的是公开权益资本，作者认为“Private Equity”译为“非公开权益资本”更能贴切地反映其内涵。

从资本市场的角度看，金融的两大基本工具为：权益资本（Equity）和借贷资本（Debt）。实际上，金融市场上的各种金融衍生工具不过是这两种基本金融工具的组合、变异和衍生。

权益资本定义了公开权益资本和非公开权益资本范畴。二者的区别也在于其是否可以公开流通。

严格地，只有在金融市场上公开交易的权益资本（股票），才可以称为公开权益资本，所有非上市公司的股票均为非公开权益资本。任何个人和企业，只要愿意并具有一定的资金，都可以成为某一个上市公司的股东。而要成为非上市公司的股东并非如此容易。假定公司 A 是一家非上市公司，它是否需要新的投资，在什么条件下什么时候引入新的投资者，它需要多少资本，愿以什么价格交换（多少股份）等等信息都不是公开的。一般地，公司 A 仅向有限的经过精心筛选的潜在投资者（公司、投资基金，或个人）披露这些信息。这是非公开权益资本与公开权益资本的最本质的区别。

从总量上，非上市公司的数量远远大于上市公司的数量。我国上市公司总数只有一千余家。[②] 即使在经济发达国家，如美国，上市公司总量也不足一万家。[③] 与上市公司相比，非上市公司数量要多得多。因此，非公开权益资本的总量远大于公开权益资本。众多非上市公司内部发行的股票均属于非公开权益资本之列。不仅包括企业初创股东的权益资本，还包括企业发展过程中新股东的权益资本。不仅包括个人投入企业的权益资本，也包括企业投入企业的权益资本。只要这些企业是非上市公司，其独资、控股、参股的权益资本均为非公开权益资本。因此，作者认为，“Private Equity”被译为非公开权益资本，比“私人权益资本”更合适一些。一家非上市公司投入另一家非上市公司

---

① 美国风险投资协会：National Venture Capital Association.

② 截至 2004 年底，深交所上市公司总数为 540 家，上交所上市公司总数为 837 家。

③ 截至 2004 年底，纽约证券交易所（NYSE）上市公司共 2 800 余家；纳斯达克（Nasdaq）上市公司约 3 300 家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的权益资本，是非公开权益资本，却很难理解为“私人”权益资本。

非公开权益资本的总额虽然巨大，其交易量却受到许多因素限制，如经济发展的状况、相关法律制定、资金供需规模，以及从业人员的数量和素质等。因此，流通中的非公开权益资本数额一般远远小于潜在可交易的非公开权益资本数额。典型的非公开权益资本具有（并不限于）如下几种形式：自筹资本、天使资本、科技孵化器、风险资本、其他早期权益资本投资、购并资本[1]、麦则恩投资、风险租赁、拯救资本，以及其他晚期权益资本。[2] 其中麦则恩投资、科技孵化器、风险租赁等等均不是纯权益资本，而属于权益资本连接。

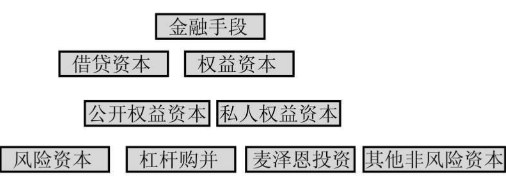


图 2.11　非公开权益资本与风险投资[3]

（二）购并资本

购并资本包括杠杆购并和管理层购并，二者往往相通，管理层大多采取杠杆购并的方式。

杠杆购并通常指投资者以很少一部分权益资本撬动大量借贷资金购买企业。购买方以被购并企业的资产作为抵押向银行贷款，再以收益现金流逐年偿还贷款。有时候管理层通过杠杆购并使被购并方从上市公司转变为非上市公司，以实现其对公司治理结构的全面整顿与改革；有时候投资者以其资产作为抵押向银行贷款。大多数情况下，由于购买方试图收回被购方的全部上市股票，被购方的公众股东会得到高于市价的股票贴水。当一家通过杠杆购并已经退市的公司再向公众出售股票时，这种现象被称为反向杠杆购并。[4] 根据 Steve Kaplan 的研究，通过杠杆购并的公司，其平均资产负债率为 88%，而购并前则仅为 19%。[5]

在我国，由于金融体制以及经济环境等原因，实现上述形式的杠杆购并比较困难，购并时通常先注册一家公司为收购主体，再以各种方式融资（如向亲朋好友临时拆借），采取分期付款的方式，以避免资金一次到位。这种购并行为事实上也是一种杠杆购并，不过资金不是由银行等正规渠道，而是由各种非正规渠道提供的。

---

① 包括管理层购并和杠杆购并（Leveraged Buy out），前者又包含管理层购出（Management Buy Outs，MBO）和管理层购入（Management Buy Ins，MBI）。

② *The Economics of the Private Equity Market*，by George W. Fenn and Nellie Liang — *Staff*，Board of Governors，Stephen Prowse — *Staff*，Federal Reserve Bank of Dallas，Board of Governors of the Federal Reserve System，Washington，DC 20551，December 1995.

③ 刘曼红．风险投资与风险投资管理．中国人民大学财金学院讲义，2004 年．

④ *Barron's Financial Guides*：*Dictionary Of Finance And Investment Terms*，Sixth Edition，By John Downes，Jordan Elliot Goodman.

⑤ Steve Kaplan.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

管理层购并包括管理层购出（MBO）和管理层购入（MBI）。

管理层购出可定义为：上市公司公开发行的股票为该公司的管理层收购，其目的是将该公司退出股票市场，成为非上市公司。通常情况下，管理层需要付出高于市场价格的贴水，以吸收整个市场发行的该公司的全部股票。有时，管理层需要依靠大量银行贷款以实现这一收购，这时的 MBO 采用了杠杆购并的方法。

管理层购并的原因很多，通常为：

（1）避免敌意收购，收购方企图更换管理层。

（2）避免上市公司带来的种种压力：如短期回报率，保持股票价格的节节攀高，监督部门的层层检查，信息披露的要求等等。

（3）相信管理层通过拥有更多的股份，推动公司的改革，提高生产力。

管理层购入是指外部投资者企图收购该公司的大部分股份（通常是控股），并主张保留该公司现有的管理层。这些外部投资者往往是风险投资家，他们看好该公司的产品或服务，希望通过控股以提高生产力，发掘其应有的潜力。

管理层购入与管理层购出的区别在于前者的收购主导为外部投资者，而后者则为该公司管理层本身，即购并活动主要由被购并公司的管理层运作。管理层购入和管理层购出都可以采取杠杆购并的形式。而国际上通行的管理层购出通常采取杠杆购并形式，管理层利用被购并企业的资产为抵押向银行贷款来进行收购。

杠杆购并需要依靠大量借贷资本，然而杠杆购并被视为权益资本连接。这是因为，杠杆购并有风险资本或其他非公开权益资本参与，非公开权益资本投资公司投入一部分资金给管理层，作为其“血汗资本”（Sweat Capital）。通常，管理层占 30% 左右的股份，而参与购并的投资公司往往要求进入董事会，以从整体上监控公司的运作。由于被购并企业通常是资产非常大的上市公司，需要巨额资金才得以收购，同时管理层又希望占有一定股份。要达到这种结果，以有限的资本金购买巨额资本的公司，只有通过大量贷款才能实现。①

假定被购并公司是一家资产为 5 亿元的上市公司，如果不采取杠杆行为，管理层只有融到 1.5 亿元才可以占到 30% 的股份。而这样一笔巨资对于管理人员来说（尽管国外大公司的管理层收入很高，但他们毕竟是工薪阶层，而不是资本家），几乎是不可能的，只有通过杠杆购并。

从国外的实践看，管理层购并往往是由购并投资公司与被购并公司管理层结合，再通过大额贷款来实现的。我国管理层购出的操作与国际惯例有较大差距，被购并公司的管理层通常与非公开权益资本投资公司（或购并投资公司）联手，通过其他途径融资实现购并目的。

（三）麦则恩投资（Mezzanine Investment）

麦则恩（Mezzanine）是指在图书馆、仓库或大厂房中一层与二层之间的半楼，麦则恩的出现最初只是为了充分利用空间。麦则恩一词借用于金融与投资理论指介乎于两

---

① Steve Kaplan 的研究证明，在实现杠杆购并之后，企业的平均负债率高达 98%；而对比组企业的负债率仅有 44%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者之间的一种投资。也有人把它比作介乎于股权与债券之间的一种投资。麦则恩投资是一种短期的桥梁式投资，它一般采取贷款方式，并带有一定的可转换证券，或认股权证等权益资本性质。原则上，麦则恩投资属于权益资本连接。

在企业已经完成了初步的股权融资，准备公开上市，即 IPO（Initial Public Offering）的过程中，他们有时存在暂时的资金需求，麦则恩投资是他们的主要融资方式。麦则恩投资期限比较短，相对其他非公开权益资本融资，其手续相对简捷，投资决策相对快，由于其带有权益资本的性质，因此受到投资者的青睐。

（四）拯救资本（Distressed Finance）

拯救资本分为公开发行的拯救证券（Distressed Securities）和非公开的拯救权益资本(Private Distressed Capital)。前者也被翻译成“廉价证券”，是指某些在财务上遭遇一定困难的公司的股票或债券。由于这些公司的财务困难很可能是暂时的，又由于他们在财务困难时期的股票或债券价格偏低，使之成为有吸引力的投资工具，也是他们被称为“廉价证券”的原因。但正因为其价格低廉，投资者的资金流入才可能使之转危为安，东山再起。

非公开权益资本中囊括的拯救资本是指一些大型公司在运作过程中出现暂时的财务困境，需要一定的资本金帮助其摆脱困境，通过内部的机制改革，实现复兴。不是任何一个处于暂时困难的公司都是拯救资本的投资对象。只有那些真正有市场，有生产能力，有发展潜力而又面临财务困境的公司，才能吸引拯救资本。这些公司往往由于企业管理不佳，或由于体制原因生产力低下，通过治理和改组能够更新。

我国正在实现经济体制的改革，一些国有企业也可能成为拯救资本的理想投资对象。在经济转型期间，拯救资本会起到越来越大的作用。

第四节　风险投资保险制度

一、风险投资保险制度的内容

为了防止风险投资基金或风险投资公司、风险企业由于承担过大的风险，造成严重亏损，甚至破产倒闭而对国家金融秩序、经济发展和公众利益造成损害，许多国家都建立了风险投资保险制度，并取得了很好的效果。他们的主要做法是，设立风险投资者保护协会，要求所有注册的风险投资基金或风险投资公司都必须成为该协会会员，并按照经营毛利的一定比例缴纳会费，以建立保险基金，用于风险投资基金或风险投资公司、风险企业财务困难或破产时的债务清偿。风险投资保险制度的主要内容包括以下各项。

第一，设立专门的、非营利性的风险投资保险机构。风险投资保险机构的设置一般有三种情况：直接隶属于最高监管机构；由风险投资协会管理；相对独立于监管机构和风险投资协会。

第二，建立专门的、由风险投资保险机构管理的风险投资保险基金。监管部门要求等级注册的所有风险投资基金、风险投资公司和接受风险投资的风险企业都必须向该保险基金缴纳一定数额的款项（保险费），用于遇到财务困难或破产时的资金补偿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三，设立风险投资报告制度。即要求各风险投资经营机构必须向风险投资保险机构提交各种财务报表和经营报告，随时准备接受风险投资保险机构对其经营风险和经营状况的调查和评估。

第四，允许风险投资保险机构在某些紧急情况下向财政部或中央银行融资，以应付风险投资经营机构大面积亏损或者严重倒闭事件发生，或者严重侵害风险投资者利益的事件发生时保险基金不足的困难。

第五，风险投资保险制度一般规定，如果某风险投资经营机构破产殃及该机构的投资者时，风险投资保险机构应当对该投资者给予补偿。同时还规定对每一投资者的最高清偿责任，同时促使投资者主动分散风险，降低风险投资经营机构之间竞争的激烈程度。

二、风险投资保险机构职责

风险投资保险机构的职责主要体现在以下四个方面。

第一，积极监督各风险投资经营机构的风险状况与经营状况，对风险投资协会和各风险投资经营机构所提供的各种资料进行分析评估，以便及时地发现问题。倘若发现某家风险投资经营机构承担的风险已经过高，则应对之发出警告，并密切监视其在此后一段时间的经营状况，直到该风险投资经营机构的业务经营重新走上正轨为止。

第二，妥善地管理风险投资保险基金。一般来讲，风险投资保险机构可以考虑采用以下两种基金资金的运作方式：一是存款于国有大型银行；二是可将部分资金投资于风险程度低、流动性强的国家债券。决不允许基金被用于股票、公司债券、房地产或者期货、期权、互换等衍生金融工具的投资。也就是说，该基金的管理应当以安全性与流动性为首要目标，不允许进行任何形式的高风险、低流动性的投资。而基金的投资收益应当成为基金的一部分，不应被任何机构与个人挪用或侵吞。

第三，对风险投资经营机构之间的兼并进行监督，以防止在兼并过程中发生损害投资者利益、危害风险投资市场稳定发展的行为。

第四，在风险投资经营机构发生严重亏损，并有可能造成财务危机时，风险投资保险机构应根据具体情况采取相应措施。如果经过调查评估后确认风险投资经营机构的困难仅仅是暂时的，而不是毁灭性的，风险投资保险机构可以帮助该风险投资经营机构重新组织经营管理，并要求在一定时间内改善经营状况，否则将宣布其破产。在一定条件下，还可以考虑给风险投资经营机构融资，以帮助其摆脱经营困难。而如果确认风险投资经营机构已经难以摆脱经营困难，无法向投资者承担起经济责任时，风险投资保险机构可通过法院宣布其破产，与此同时，负责该风险投资经营机构的债务清偿，并负责处理破产后的有关善后工作。

三、风险投资保险制度的作用

风险投资保险制度与商业银行的存款保险制度有异曲同工之妙。概括起来说，这一制度的作用可以体现在以下三个方面。

第一，对风险投资经营机构的经营状况进行监督。风险投资经营机构面临经营困难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，可以根据实际情况给予资金上的援助，以保证风险投资经营机构自身、风险投资者和整个风险投资市场的利益免受过大损失。

第二，当某家风险投资经营机构的破产确实无法挽回时，风险投资保险机构负责对其资产、债务进行清理，并对其投资者按有关规定给予补偿。

第三，监管风险投资经营机构之间的兼并行为。一方面要防止兼并收购过程中损害风险投资者的利益；另一方面又可以资助其他风险投资经营机构兼并或者接受已破产的风险投资者经营机构。

另外，该项制度还有助于一国金融管理机构在金融开放的条件下，保护本国风险投资者的利益，提高本国风险投资业的国际竞争力，并防止本国风险投资经营机构被外国风险投资经营机构吞并。



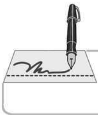
本章思考题

1. 分析三种不同的创业企业，指出他们的一致与区别。
2. 简述风险投资在企业生命周期中的作用。
3. 简述创业企业的发展阶段与融资模式。
4. 简述企业发展早期的主要融资模式。
5. 什么是3F，它与风险投资有什么关系？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

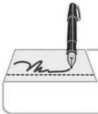
第二章

风险投资的简史及作用



本章摘要

现代风险投资起源虽时间不长，却被称为高新技术产业化的孵化器，新经济的发动机。本章简述风险投资的发展历史，并分析风险投资的作用。由于风险投资起源于二战后的美国，本章先介绍美国的发展过程；随后根据中国的具体情况，介绍具有本土特色的中国风险投资发展的历史；最后，结合风险投资的发展历程，阐述风险投资对于经济发展的促进作用，尤其是中国风险投资对于转型中的中国经济的巨大作用。



关 键 词

前风险投资时代　天使投资　SBIC 计划　互联网泡沫　政协 1 号提案　次贷危机　“红筹”路径　返程投资　特殊目的公司　人民币基金　美元基金

第一节　风险投资的初创

一、前风险投资时代

严格地讲，风险投资作为一种企业运作模式是在第二次世界大战结束后的美国出现的，美国研究开发公司（American Research & Development）被公认为第一家风险投资公司。因为这家公司的主营业务是风险投资，更确切地，这家公司的唯一业务是风险投资。

然而，在风险投资作为一种公司运作模式以前，从事这种向创新项目或企业的个别投资行为早已存在，但我们把风险投资作为一种公司运作模式存在以前称为前风险投资时代。

在前风险投资时代，从事这种非上市公司股权业务有时是个人行为，有时是企业行为。但在很多情况下，这种投资行为与重大科技创新密切相关。最典型的例子是托马斯·爱迪生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

托马斯·阿尔瓦·爱迪生（Thomas Alva Edison）是位举世闻名的发明家，美国《生活》周刊21世纪初评出的过去1 000年的100位最有影响力人物中，爱迪生名列第一。爱迪生于1847年2月11日诞生于美国中西部的俄亥俄州的米兰镇，这是一个小镇，人口仅有1 500人。他母亲曾当过小学教师。爱迪生一生仅仅受过三个月的正规教育，母亲是他的“家庭教师”。由于母亲良好的教育方法，使得他对读书发生了浓厚的兴趣。8岁时，他已经能够阅读英国文艺复兴时期最重要的剧作家莎士比亚、狄更斯的著作。11岁那年，他进行了他的第一份电报实验。爱迪生除了在留声机、电灯、电话、电报、电影等方面的发明和贡献以外，在矿业、建筑业、化工等领域也有不少著名的发明与创新。他自己最得意的发明是照像技术。第一次世界大战期间，他研制出鱼雷机械装置、喷火器和水底潜望镜。爱迪生一生共获取了1 093项发明专利，他的这些专利至今没有受到后人的任何置疑。可以说，他为人类的文明和进步作出了无与伦比的巨大贡献。爱迪生不仅是一个科学家和发明家，还是一个执着的创业者，有不少企业和富有的天使投资家曾为他提供过股权投资。这种投资的运作与当代的风险投资十分相近，他的早期天使投资者中有著名的J. P. Morgan和Venderbilt，这些投资家又被称为“天使投资家”。

尽管天使投资家对于爱迪生等科学家和创业者给予的资金支持，从投资性质上与风险投资相似，但他们是分散的、个体的、小规模的股权投资，这点仍然与机构投资模式的风险投资有着本质上的区别。

二、风险投资的起源

风险投资究竟起源于何方？对于这个问题，不同的人们有着不同的回答，有人说风险投资起源于英国，有人说风险投资起源于日本，更有甚者，认为风险投资起源于中国[①]：吕不韦将亲子奉献了秦王，似乎是历史上最早的风险投资。当然这种说法实在有待商榷。更重要的是，上述种种说法忽略了这样一个概念：我们讨论风险投资的历史是指风险投资作为独立的，以其为主营业务的公司运作方式。从这点出发，我们认为风险投资作为一个公司的主营业务是测定风险投资起点的标志。以这个标志为准，我们认为风险投资起源于第二次世界大战后的美国。

二战结束了，冷战开始。在这场无声的战争中，双方都加紧了科技创新，发展市场，加强自己的竞争力。在这种背景下，一些有识之士看到一种特殊的需求：创新公司，尤其是那些意在军用科技民用化的创新公司需要资金。这种客观环境需求孕育了当代风险投资事业的产生和发展。

在风险投资创始的过程中，有一位伟人起了重要作用，他就是法裔美国教授Goreges Doriot·Doriot。他出生于法国巴黎，年轻时来到美国波士顿，在著名学府哈佛大学就读工商管理硕士（MBA），取得学位后，留在美国工作。第二次世界大战时，他

---

① 公元前221年，秦王嬴政统一了中国。秦始皇的生父究竟是子楚，还是吕不韦，史学界多有争论。如果历史真是如《史记》所述，那么吕不韦应是秦始皇的生父。据说嬴政的父亲子楚在赵国做人质时，吕不韦协助子楚，使之成为秦国的太子，并设法让怀有自己骨肉的歌舞女赵姬嫁给子楚。赵姬生下嬴政后自然成了子楚夫人。子楚死后，嬴政为王。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当兵入伍并参与和领导了部队的一个研发项目。由于他卓越的贡献和杰出的领导才能，他被提升为将军。

二战后，Doriot 将军再次回到哈佛大学任教。1946 年，他与波士顿一些有声望的人士，如麻省理工学院校长 Karl Compton，新英格兰信托的董事 Merrill Griswold，联邦储备波士顿局的主席 Ralf Flanders，共同成立了“美国研究发展公司”（American Research & Development，ARD）。ARD 是一家以风险投资为主业的上市公司。对于初创企业进行股权投资，其投资风险是很高的，若投资失败，就可能分文无归。但是，一旦投资成功，其股权随所投公司的成长而增值，其回报也是惊人的。ARD 投资的数字仪器公司（Digital Development Corporation，DDC）为投资者带来了 5 000 倍的回报。

学术界一般公认，美国研究开发公司（ARD）应当是风险投资行业的鼻祖，而 ARD 公司的创始人，Doriot 将军被誉为“风险投资之父”。① Doriot 将军不仅创立了第一家风险投资公司，而且为风险投资的运作制定了一系列的原则，如：投资后，风险投资家对于创业企业的参与管理是风险投资区别于其他投资的一种重要标志，因此，风险投资是一种增值性投资；又如：风险投资是投资于人的，他著名的理念常常为后人所引用：“我宁愿投资于第一流的人，第二流的项目，而不是第一流的项目，第二流的人。”② Bartlett 教授把这个原则总结为：把赌注放在骑手身上，而不是放在骏马上（Bet the jockey，not the horse）。③

Doriot 将军在 1951 年再次强调了 ARD 是一家“风险性”的企业，它不是作一般意义上的投资。这种风险性很高的企业在创造新鲜事物的同时承担风险，它比其他行业需要的时间更长，成本更高，但它最终获取巨大收益的潜力是很大的。④ Doriot 的这段话进一步揭示了风险投资的实质，即风险投资不是一般的股权投资，它是以向初创企业提供股权投资的，风险很高但潜在受益也很大的一种特殊的新兴的投资模式。

ARD 对于风险投资这一行业的重大意义在于如下两点。

（1）ARD 之前，私人权益资本，例如天使投资的资金大都来源于富有的个人或家庭。ARD 是上市公司，它的资金来源不仅是富有的个人和家庭，还来自个人投资者和机构投资者。

（2）ARD 使得风险投资成为一个机构行为。

几乎与 ARD 同时，另一家公司 J. H. Whitney & Co. 也宣告成立，成为与 ARD 并驾齐驱的风险投资先锋。事实上，“Venture Capital”这个概念就是 J. H. Whitney & Co. 公

---

① The New York Times，June 1，2008.

② Ante，Spencer E. Creative Capital：Georges Doriot and the Birth of Venture Capital. Cambridge［M］. MA：Harvard Business School Press，2008.

③ Joseph Bartlett，1999，“Fundamentals of Venture Capital”，Madison Books.

④ General Doriot told the investors，“In recent months American Research has been erroneously compared to well-known，long-established investment companies. It should again be emphasized that American Research is a ‘venture’ or ‘risk capital’ enterprise. The Corporation does not invest in the ordinary sense. It creates. It risks. Results take more time and the expenses of its operation must be higher，but the potential for ultimate profits is much greater.”（ARD Annual Report，1951）. From Hsu，David，and Martin Kenney，2004，working paper，“Organizing Venture Capital：The Rise and Demise of American Research & Development Corporation，1946-1973” page 15.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司的执行合伙人 Benno Schmidt 先生首创的。

纽约时报曾经把 J. H. Whitney & Co. 描述成为“纽约的一家投资银行”。这实际是把 J. H. Whitney & Co. 的业务误解为传统的投资银行业务。这个误解诱发了 J. H. Whitney 公司内部一场热烈的具有历史意义的讨论。投资家们尝试着为他们所从事的这种新型投资活动冠以一个名称，使之区别于传统的投资银行业务。他们认为应当突出 Adventure（冒险）这一概念，因为他们的经济活动具有很大的冒险的性质，还应当加入 Risk（风险）这一概念，因为这是一项风险很大的投资活动。当时的执行合伙人 Benno Schmidt 先生建议把 Adventure 和 Risk 两个概念组合，并首次提出了“Venture Capital”的概念。这样，一个新兴的具有巨大生命力的特殊资本运作模式便以“Venture Capital”这一名称问世。哈佛商学院出版社出版的名为 *Done Deals：Venture Capitalists Tell Their Stories* 的书中曾经详细地介绍了风险投资的命名过程。①

风险投资这个概念的产生告诉我们，风险投资是一门实践性很强的学问。它是实践在先而概念在后的。

1946 年，ADR 与 J. H. Whitney & Co. 公司几乎同时创立了风险投资业务，这并非偶然，是经济发展的客观条件造成了对于风险投资这种特殊投资模式的需求。美国在 1929 年到 1933 年大萧条后，尤其是二战后，创业者如雨后春笋，但为新兴企业提供资金的渠道却寥寥无几。大企业的研究开发基金往往是投入解决他们自身科技发展的需要，而不是面向创新企业。因此，为小企业、创业企业提供资金便成为当务之急。与 ARD 和 J. H. Whitney 几乎同时存在的还有几家富有的家庭，如 Rockefeller Brothers Inc. （RBI），和 Payson & Trask（P&T），也相继参与了风险投资的运作。②

可以说，ADR 和 J. H. Whitney & Co. 公司代表了风险投资事业的创始者，是风险投资的鼻祖。③

第二节 风险投资发展简史

一、风险投资在美国的早期发展（1946—1981 年）

（一）早期的风险投资公司

早期的风险投资公司形式上有很大不同。例如，ARD 是一家上市公司。由于当时风险投资是一个新生事物，机构投资者还没有成为风险投资的主要资金来源。ARD 是上市的关闭型基金，它的投资者大都是资本市场的投资散户。④

---

① Done Deals：Venture Capitalists Tell Their Stories by Udayan Gupta（Editor），Publisher：Harvard Business School Press；（September 2000），page 98-99，这本书已被译为中文，《做交易——风险投资家的故事》，人民邮电出版社，2002 年，感兴趣的读者可以从该书的第 62 页找到这段有趣的历史。

② Hsu，David，and Martin Kenney，2004，working paper，“Organizing Venture Capital：The Rise and Demise of American Research & Development Corporation，1946-1973”.

③ Wilson，John. The New Ventures，Inside the High Stakes World of Venture Capital［M］. New Jersey：Addison Wesley Publishing Company，1985.

④ Liles，P. （1977），Sustaining the Venture Capital Firm. Management Analysis Center：Cambridge，MA.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在 ARD 运行一段时间后，ARD 的总裁 Doriot 将军在加拿大和欧洲创建了类似的公司。在加拿大，他帮助建立了加拿大企业发展公司（Canadian Enterprise Development Corporation Limited，CED）。随后，在 1964 年，他又组建了欧洲企业发展公司（European Enterprise Development Company，EED），并兼任 EED 的董事长、总经理。CED、EED 是加拿大和欧洲的 ARD ，同样从事风险投资业务。

风险投资的先驱，ARD 及 J. H. Whitney & Co. 公司向美国经济社会第一次推出了“Venture Capital” 的概念。从 1946 年的创立到 1958 年国会通过小企业投资法，虽然 ARD 及 J. H. Whitney & Co. 等风险投资公司都业绩斐然，但总的来说，美国风险投资一直是规模较小、分散的个别的公司行为，还没有成气候。1949 年，全美风险投资公司一共不到 10 家；1957 年仅为 15 家。

美国风险投资真正如火如荼的发展是在美国政府介入之后，这一点与中国风险投资的发展有相似之处。

（二）美国政府的支持及 SBIC 的创立

作者 20 世纪 90 年代末回国后发现，许多人对于风险投资能否在中国发展有疑义，他们认为风险投资在美国能够发展是因为美国的经济制度等等。但他们不知，风险投资在美国的真正发展是由于美国政府的大力推动。

1957 年，苏联一颗卫星上了天，自认为在冷战中的科技竞争中必胜的美国受了很大震动。美国国会责成联储创立了一个调查委员会，希望找出美国在科技上落后于苏联的原因。调查委员会的结论很简单：美国在二战后已经丧失了“企业家精神”，美国的创新企业需要资金支持。第二年，美国国会通过了小企业投资法，建立了小企业投资公司（Small Business Investment Company，SBIC），以国家的优惠政策和税收鼓励投入新创企业的早期投资，以促进科技创新，提高国家的核心竞争力。也有人由此认为，是苏联的人造卫星促成了美国风险投资事业的诞生。

最初，注册 SBIC 公司至少要有实收资本 15 万美元，注册后可从国家获取 200% 的债务，这笔债务由一个 15 年期的贷款和一个 20 年期的次级信用债券组成。该债务的利息仅为 5% 。SBIC 投资所获取的资本增值税仅为 25% ，远远低于个人收入税。有些 SBIC 后来成为上市公司，如 Electronic Capital Corporation（ECC）于 1959 年注册为 SBIC，随后便从资本市场上融到 1 800 万美元，成为当时规模较大的风险投资公司。ECC 成功的案例是它的第一笔投资，它投入了一家数据处理仪器公司 100 万美元的债转股，八个月后该公司上市，ECC 的投资额猛增为 1 100 万美元。ECC 的成功鼓励了更多的 SBIC 上市。

一般地，只要拥有 500 万美元资本金，并具备至少一名由美国政府中小企业管理局（Small Business Administration）批准的资金管理者，就可以申请 SBIC 的资格。这里，500 万美元的私人资本是至关重要的。SBA 规定可以给予具有 SBIC 资格的公司贷款最高限额为其私人资本的 300% 。①

---

① DeThomas，Art. Financing Your Small Business：Techniques for Planning，Acquiring & Managing Debt［M］. London：Oasis Press，1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自创立以来，SBIC 的实施有力地促进了美国风险投资业的发展，由于政府的积极促进，1958 年中小企业投资法案（Small Business Investment Act，SBIA）实行后的 5 年间就建立了 692 家 SBIC。这些公司管理着 4.64 亿美元的非公开资本，[①] 其中 47 家公众持股的 SBIC 从公开上市中筹得 3.5 亿美元，与此相比，ARD 在前 13 年中仅筹集了 740 万美元。在 1958 年到 1969 年的 11 年间，SBIC 项目对年轻的小企业所产生的资金供给高达 30 亿美元，超过同期私人风险投资的 3 倍，[②] 可见政府扶植的巨大作用。

然而，如同其他政府管理的领域一样，政府管理的 SBIC 有一定的弊病。1966 年，美国小企业局对于 SBIC 进行审查，发现当时的约 700 家 SBIC 中，232 家具有各种各样的问题，这个发现导致 SBA 加强了对于 SBIC 的全面管理。到 1977 年，全美仅有 276 家 SBIC。

此后，SBIC 有了很大发展。但由于种种原因，20 世纪 80 年代后期 SBIC 陷入低谷，破产数量达到最高点。1992 年，美国国会不得不对小企业投资法案进行了修改，加强了 SBA 对 SBIC 的监管。此后，该法案历经五次修正。从 1994 年开始，私人资本对 SBIC 的投资大幅增长，达 39 亿美元，SBA 新批准成立了 254 家 SBIC。从 1958 年至 2000 年，SBIC 已向近 9 万家小企业提供了 270 亿美元的长期贷款和权益资本。在风险投资业不发达的州，SBIC 对当地小企业的发展起着更为重要的作用。

SBIC 的发展可划分为两个阶段。第一阶段（1958—1994 年），在这阶段 SBA 提供优惠利率贷款为支持 SBIC 计划主要方式。第二阶段（1994 年以后），SBA 在 1994 年 3 月重新设计并刷新了 SBIC 计划，创立了 SBIC 杠杆融资，包括债券型 SBIC 和证券型 SBIC 两种方式。

2009 财政年度，SBIC 共投资了 1 477 家企业，其中 361 家（24%）是不足两年的创业企业。[③]

（三）私人风险投资公司的发展

1957 年，私人风险投资方面发生了几个重大的历史性事件。这一年，风险投资的先锋者之一 Arthur Rock 为几位工程师融到了 150 万美元，创立了“Fairchild Semiconductors”公司，这是硅谷的第一家半导体公司，该公司也成为硅谷培养风险投资家和创业者的摇篮。如该公司的 Don Valentine、Eugene Kleiner，成为硅谷著名风险投资家，而 Gordon Moore 和 Robert Noyce 成为英特尔公司的创始人。

1958 年，美国风险投资的主要形式或是上市的关闭型基金，或是联邦政府支持的小企业投资公司。第一家风险投资有限合伙制是由 Draper、Gaither 和 Anderson 于 1959 年创立的，是硅谷的第一家风险投资公司。

早期的私人风险投资公司中，比较著名的有“Venrock”，原名为“Rockefeller Brothers”，是由洛克菲勒家族的第四个孩子劳伦斯·洛克菲勒创建的。公司成立 40 余

① Jeffrey Lick，2000，“returns on capital of private equity class：An alternative methodology and comparative analysis”. MIT master thesis.

② Noone，C. M.，and Rubel，S. M.（1970）. SBICs：Pioneers in organized venture capital. Chicago：Capital Publishing Co.

③ SBIC Data Management Branch，Weekly Report as of September 9，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年来，共投资 24 亿美元到 437 家企业中，其中已经有 124 家被投企业成功上市。①

1969 年 10 月 2 日，一个改变世界的新生事物出现在美国加州州立大学，全球第一个用电子的方式传达的信息，从加州州立大学的 Berkeley 学院送到了 Las Angels 学院。这是全世界的第一封电子邮件。可以说，这种新型的通信模式改变了世界，新的科技引起风险投资的关注，而风险投资又进一步推进了科技创新的发展。

私人风险投资公司的真正发展始于 1971 年，Tom Perkins 和 Eugene Kleiner 合作，创立了著名的 KPCB 公司（Kleiner Perkins Caufield & Byers）。KPCB 是硅谷著名沙丘路（Sand Hill Road）上最早的风险投资公司，此后，沙丘路成为风险投资行业的代名词，风险投资正式来到硅谷，并在西部蓬勃发展起来。

尽管在硅谷、波士顿和纽约，风险投资家们作出了杰出的成绩，风险投资行业仍然是分散的、个别的、默默无闻的投资行为。1957 年，全美只有 15 家私人的风险投资公司。1969 年到 1975 年，全美存在有限合伙制风险投资公司 29 家，共融资 3.76 亿美元。②

风险投资大发展是在 1979 年，美国劳工部对于雇员退休收入保障法（Employee Retirement Income Security Act，ERISA）作了补充条款，允许机构投资者投入风险较高的运作，如风险投资。此前，ERISA 中的“谨慎的人”（Prudent Man）条款禁止养老金、退休金等基金投入风险投资或其他高风险资产。补充条款提出虽然 ERISA 中“谨慎的人”条款仍然有效，但谨慎的人并不一定完全避开投资于像风险投资这种风险较高的机构。事实上，如果各种养老金、退休金以较小的比率，如不高于 5% 的比率，投资于风险投资等风险较高的资产，有助于通过分散化以达到规避风险的目的。这种对于“谨慎的人”条款的解释打开了机构投资者的大门，养老金、退休金，及其他的机构投资者，如捐赠金、保险金等等，这些机构投资者的资金流入风险投资，扩大了风险投资的资金来源，使风险投资成为一个具有一定规模的行业。例如，1976 年到 1978 年，养老金投入风险投资 500 万美元，而在 1979 年 ERISA 被重新解释后，在短短的 6 个月，养老金就向风险投资投入了 5 000 万美元，增长了十倍。

20 世纪 80 年代，风险投资在美国有了很大发展，风险投资公司总数从几十个发展到 650 家，然而，风险投资基金仅从 1980 年的 280 亿美元增长到 1989 年的 310 亿美元，上升了 11%。③

1979 年 ERISA 的重新解释不但刺激了风险投资的发展，而且从根本上改变了风险投资资金来源的性质。1978 年全美风险投资额为 4.24 亿美元，其中，个人家庭占总资金来源的 32%，而养老金仅占 15%。八年后，养老金占风险投资的比重猛增到 50%。④

---

① Venrock 网站.

② Jeffrey Lick，2000，“returns on capital of private equity class：An alternative methodology and comparative analysis”. MIT master thesis.

③ Pollack，Andrew. Venture Capital Loses Its Vigor［N］. New York Times，1989-10-08.

④ Kortum，S. and Josh Lerner：1998，Does Venture Capital Stir Innovation，NBER paper.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、风险投资发展的高峰与低谷

20 世纪 80 年代到 1995 年期间被称为“风险投资高峰前期”。[①]

1982 年，KPCB（Kleiner，Perkins Caufield & Byers）风险投资公司成功融资 1 亿 5 千万美元，成为风险投资有史以来最大的一个基金，被称为“Megafund”（巨型基金）。

1987 年，红杉风险投资的合伙人 Don Valentine 投资了思科 2 500 万美元，一年后，这笔投资增值为 30 亿美元。

20 世纪 90 年代末，美国的风险投资业达到高潮。1999 年，美国的风险投资总额占全球的 70%。尽管存在许多失败的案例，那一年风险投资的平均利润率为 150%。2000 年，美国风险投资共投入 7 812 个项目，投资额高达 1 040 亿美元。风险投资在 20 世纪 90 年代发展到高峰，从 90 年代初期的 20 亿美元到 21 世纪初的近 1 000 亿美元，增长幅度之大，增长速度之快令人惊讶。从全球看，欧洲风险投资仅次于美国，在 20 世纪末也如火如荼地发展起来。英国风险投资协会创立于 1973 年，而欧洲风险投资协会创立于 1983 年，当时仅有 43 个成员，到 2006 年，成员数增加到 320 个。

然而，由于互联网泡沫的出现，全球风险投资进入冰冻期。虽然中国的风险投资也受到互联网泡沫破裂的影响，但仍然稳健发展。2001 年，美国风险投资平均投资收益从 150% 下挫为-45%。从高峰到低谷，平均投资利润率下降了近 200%。

2003 年伊始，全球风险投资开始复苏。2004 年后，风险投资逐渐加速发展直到 2008 年全球金融风暴的来临。

三、中国风险投资发展历程

中国风险投资从 20 世纪 80 年代中期开始，兴起于 20 世纪末，经 2002 年至 2004 年的调整，2005 年全面复苏并快速发展，持续至今，2009 年随着创业板市场的推出，风险投资进入新的高潮。中国风险投资伴随着国家在该领域政策、法规体系不断完善而发展。中国风险投资分为 5 个阶段[②]，包括酝酿期（1985—1996 年）、兴起期（1997—2001 年）、调整期（2002—2003 年）、回缓发展期（2004—2006 年），迅速发展期（2007 年至今）。

（一）中国风险投资发展的酝酿期（1985—1996 年）

1985 年 3 月，中共中央发布了《关于科学技术体制改革的决定》，指出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立风险投资给予支持”。这一决定使得我国高技术风险投资的发展有了政策上的依据和保证。其后，由国家科学技术委员会和财政部共同出资成立中国新技术创业投资公司，标志着中国风险投资事业的开端。继中创公司之后，地方政府纷纷仿效，成立基金对国有企业进行投资以促进科技进步，资本金大都由当地的政府机构（科委）提供，如上海信息投资股份有限公司、深圳高新技术产业投资服务公司、中国长和科技基金、深圳科技银行、黑龙江科技实验银行等。

1991 年，国务院《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》提出“有关部

---

① Metrick，Andrew，2006，Venture Capital and the Finance of Innovation. Wiley.

② 中国风险投资年鉴 2007。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

门可以在高新技术产业开发区建立风险投资基金，用于风险较大的高新技术产业开发，条件成熟的高新技术开发区可创办风险投资公司。”风险投资公司再次在中国兴起，并且激发了外资对中国的投资兴趣，由于法律制度、资本市场、文化差异，外资以合资方式进入中国的效果并不理想。

1995 年和 1996 年国务院分别在《关于加速科技进步的决定》和《关于“九五”期间深化科技体制改革的决定》中，强调要发展科技风险投资。受国家政策引导和相关制度发展的影响，国内出现一批风险投资公司，国际资本也采取新的投资战略进入中国市场。国际风险投资的开路先锋是美国国际数据集团（IDG），1992 年美国太平洋技术风险投资基金进入中国，分别在北京、上海和广州设立分公司。IDG 技术创业投资基金对搜狐、百度和金蝶等创业企业实现了成功投资。与此同时，世界银行所属的金融公司发起组建的华登风险投资基金对深圳等地的成长型高技术企业或项目进行了成功的投资。1997 年底，四方利通公司获得美国美洲银行罗世公司、华登国际投资集团和埃芬豪国际集团三家风险投资公司 650 万美元的风险投资。

（二）中国风险投资发展的兴起期（1997—2001 年）

1998 年“政协 1 号提案”的提出，风险投资受到了科技、金融、企业界的关注。此后连续两年形成“风险投资热”，一批新的风险投资机构纷纷成立，以上市公司为主的民间资本开始进入风险投资领域。2000 年，新浪、网易、搜狐等一系列门户网站，在外资风投支持下，掀起中国互联网行业上市第一波浪潮。

2001 年中国加入世界贸易组织后，外商投资随之增长。当中国的风险投资机构伴随着政策刺激和网络大潮兴起时，欧美的高科技市场却面临着一场空前危机，新世纪之初全球“光通信泡沫”和网络泡沫相继破裂。随后几年，风险投资市场随之进入低谷。

（三）中国风险投资发展的调整期（2002—2003 年）

2003 年，中小企业促进法中提出“国家通过税收政策鼓励各类依法设立的风险投资机构增加对中小企业的投资”。明确了政府对中小企业融资难问题的关注和通过风险投资途径解决这一困境的政策扶持。此后几年，国家对风险投资的政策体现为左右摇摆的势态，风险投资受到影响，本土风险投资机构数量及风险投资资本总量在 2003 年和 2004 年较上一年都有减少，但是我国风险投资活动总案例数量及投资额数据反映了风险投资活动相对活跃，主要是这期间外资风险投资机构的投资活动仍然活跃。

（四）中国风险投资发展的回缓发展期（2004—2006 年）

2004 年 5 月，深圳中小企业板正式登场，一批符合条件的成长型中小企业获得上市融资机会。此举为创业板市场建设打下基础，为本土风险投资退出创造了另一种国内途径，推动了国内风险投资回缓。

表 3.1　　1994—2004 年中国本土风险投资机构发展情况

年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
机构总量（家）	20	21	24	38	60	96	206	266	296	233	217
机构新增（家）	5	1	3	14	22	36	110	60	30	-60	-16
较上年增长（%）	33.3	5.0	14.3	58.3	57.9	60.0	114.6	29.1	11.3	-21.3	-6.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
资本总量（亿元）	41.7	43.8	47.1	83.6	147.3	256.7	436.7	532	581.5	500.5	497.7
资本增量（亿元）	4.8	2.1	3.3	36.5	63.7	109.4	180.0	95.3	49.5	-81	-2.8
较上年增长（%）	19.0	5.0	7.5	77.5	76.2	74.3	70.1	21.8	9.3	-13.9	-0.6

资料来源：中国创业投资发展报告 2005。

表 3.2　　2002—2009 年风险投资案例数量及投资金额

年份	投资案例数量	投资金额（US ＄M）
2002	178	534.32
2003	164	746.20
2004	194	873.56
2005	298	1 430.40
2006	362	2 181.38
2007	415	3 588.82
2008	535	5 007.80
2009	689	4 656.47

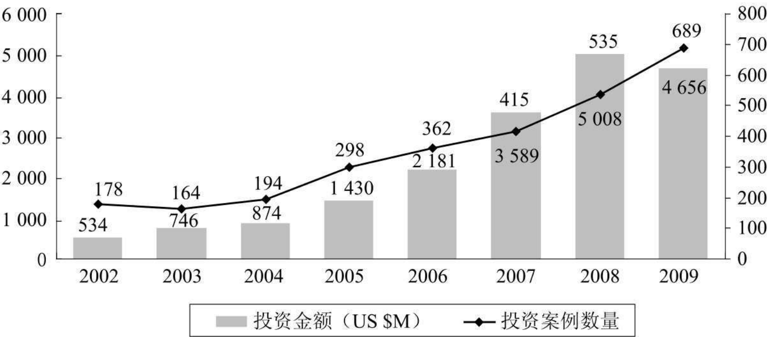


图 3.1　2002—2009 年投资数量及金额

2005 年之前，国际资本借助娴熟的投资技巧和对国际金融市场的运作，采用“返程投资”① 的方式在我国境内进行股权投资。通过在境外设立离岸公司，实现间接海外上市，蒙牛、盛大、百度等百余家中国企业通过这一“红筹”路径登陆海外股市，而没有遇到任何法律风险。但是，这种红筹现象被政府监管机构视为造成巨额资本

① “返程投资”是国际投资者对我国进行股权投资的一种方式，投资者往往在开曼群岛等避税港设立一个离岸控股公司，然后向境内公司的现有股东提供该离岸公司的股权，使其成为离岸公司的股东。通过这种方式，既能获取税收优惠待遇和结构上的灵活性，还能实现在海外上市，从而退出对境内的投资。参见《中国风险投资与私募股权》第 4 页，中国法律出版社，2007 年 1 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"体制外循环"。于是，2005 年 1 月和 4 月，国家外汇管理局先后发布了《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》（11 号文件）和《关于境内居民个人境外投资登记及外资并购外汇登记有关问题的通知》（29 号文件），要求中国境内个人和企业的海外投资活动必须经中央政府的审批。而在风险投资机构看来，实践中，外管局并不授予批准，风险投资活动因此一度放慢了脚步。同年 10 月，国家外汇管理局 75 号文件《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》修改了上述 11 号文件和 29 号文件的规定，将中央登记改为容易获得的地方登记，从而使海外上市的交易得以继续。但是，2006 年 8 月商务部等六部委联合发布"10 号文"《关于外国投资者并购境内企业的规定》，规定严格限制了境内企业以红筹方式在海外上市的模式，对创投基金的退出产生重大影响，尤其是给外资 VC 的退出设置了障碍。

2005 年 10 月通过新修订的合伙企业法，正式确立了有限合伙企业的形式，为有限合伙制的人民币股权基金的设立提供了法律依据；加快多层级资本市场体系建设，为人民币基金的投资和退出创造了合理的渠道；经济持续发展和民间资本充足为人民币基金的发展提供了市场需求和融资基础。

2007 年 2 月，财政部、国家税务总局发布了《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》（财税〔2007〕31 号），规定了对创业投资企业的优惠政策：对投资中小型高新技术企业的投资额的 70% 抵扣该创业投资企业的应纳税所得额。3 月颁布的企业所得税法，原则规定了创业投资企业从事国家需要重点扶持和鼓励的产业投资，可以按投资额的一定比例抵扣应纳税所得额。《企业所得税法实施条例》明确了：创业投资企业采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业两年以上的，可以按照其投资额的 70% 在股权持有满两年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。这就对年初作为通知形式的税收优惠政策进行了法规层面的确认。

税收法律和政策优惠体现了政府促进中国创投市场发展的意愿和决心。受政策法律对风险投资大力支持倾向的影响，2005 年至 2007 年三年间风险投资活动极为活跃，国内风险投资市场规模扩张迅速，投资金额年增长均超过 50%。① 根据科技部统计，2005 年全国已有创业投资机构 319 家，管理的资本达到 631 亿元。截至 2005 年，中国创业风险投资机构累计投资 3 916 项，其中高新技术投资项目达到 2 453 项，投资额达到 326 亿元。② 截至 2007 年底，我国风险投资机构超过 360 家，管理资金超过 660 亿元，并且超过以色列，成为仅次于美国的世界第二大获得风投资本的国家。

（五）中国风险投资发展的迅速发展期（2007 年至今）

受金融危机影响，从 2007 年三季度开始，国内风险投资活动趋于下滑，到 2009 年

---

① 2007 年中国创业投资资本市场研究报告：2005 年、2006 年、2007 年创业投资市场投资金额增长率分别为：63.7%、52.5%、64.5%。

② 《中国创业风险投资发展报告 2006》，经济管理出版社，2006 年 7 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一季度降到近几年的最低点，但2008年的投资数量和投资金额总规模较上年仍然增长。从我国风险投资的案例数量和总投资额环比来看，2008年第二、第三季度都有微幅上升，这说明目前投资者投资动机在稳步增强，但除第一季度大体与2007年持平以外，第二、第三季度均低于2007年同期水平，可见次贷危机与国内经济不景气还是对风险投资业造成很大影响。

由于金融危机的潜在影响，越来越多的风险投资者突破以往的投资理念，风险资金投向趋向保守，不再全方位关注高科技产业，而将目光逐步转移到具有反周期性的传统民生行业上来。2008年，我国风险投资发生的投资案例数共501项，总投资金额为337.90亿元。其中，传统行业发生的投资项目数为119起，投资金额为99.38亿元，项目数量和金额所占比例均最高，分别为23.75%和29.4%。此外，随着传统能源的日渐枯竭和政府对节能减排的高度重视，对能源环保的投资成为风险投资关注的热点。2008年，我国能源环保行业的案例有45起，占总案例数的8.98%；投资金额为22.96亿元，占总投资金额的6.79%。[①]

由于传统的风险投资热门行业TMT受外部金融环境、经济周期的影响较大，因此从2008年下半年开始风险投资开始倾向投资于非TMT行业。例如对经济周期变化不敏感的新能源行业、医疗健康行业、教育培训行业。2008年第三季度，当传统行业投资额一直下降，而北美、欧洲、中国和印度以风能和太阳能为代表的清洁技术领域总获投资26亿美元，环比增长17%，同比增长37%。而我国的医疗健康业也开始得到风险投资的重视。2008年第三季度，投资在医疗健康业中的案例数大幅度增加，在总案例数中占的比例也同样增加。

2008年8月底证监会出台了142号文，指出那些合伙制企业支持的公司不可以上市，这条法令直接影响到了风险投资的退出问题。此外，次贷危机之后，国家对风险投资的监管和控制也比以往更加严格。

2008年10月，国务院颁布《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》，创业引导基金是由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域。该引导基金本身不直接从事创业投资业务，政府可以看成是一个特殊的LP（有限投资人），因此风险投资基金可以通过与当地政府创业引导基金的合作，在获得一定资金支持的情况下，还能发掘出当地具有投资价值的项目。

2009年，酝酿已久的创业板正式推出，意味着风险投资在国内可以通过创业板上市退出获得收益。风险投资机构受对创业板预期的影响，以及国内经济基本面好转，投资活动恢复活力，投资案例数量和投资规模环比增长显著。

2009年，人民币风投基金开始在国内占据绝对主流的地位，越来越多的外资机构开始尝试在国内设立人民币基金。中国风险投资研究院调研数据显示，2008年中国股权投资市场完成募集的人民币基金共116只，占完成募集的基金数量的85.29%。人民币基金的募资规模达505.60亿元，占新募集资本额的52.49%。去年完成募集的外币基

---

① 《2008年中国风险投资行业调研报告》，中国风险投资研究院，2009年3月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金共 20 只，占完成募集的基金数量的 14.71%。外币基金的募资规模为 457.69 亿元，占新募集资本额的 47.51%。2008 年中国国内的风险资本中，来自非金融类企业的资金占据主导地位，占比达到 52.74%。①

十八大后，随着新一届政府对“大众创业，万众创新”的高度重视和创新驱动发展战略的深入实施。各类扶持政策和创业投资环境不断发展和提升，2014 年国家发改委就简政放权，发挥促进创业投资的作用和政府引导的创业投资作用提出意见和要求。2015 年 6 月，国务院常务会议决定设立国家新兴产业创投引导基金，政府出资 400 亿，带动社会和地方形成 2 000 亿的国家创投基金。

从 1985 年设立中国新技术创业投资公司开始至今，中国风险投资事业走过了将近 25 年的历史。按照成思危先生的设想，创业板市场的推出，“为风险投资提供出路，形成比较完备的风险投资体系”。② 我国的风险投资事业将迈上一个新的台阶。

第三节 风险投资对于经济发展的作用

一、基于美国的数据

风险投资对于科技创新，对于经济发展起着巨大的推进作用。Kortum 和 Lerner（1998）发现，从 1972 年到 2000 年，美国的风险投资投入企业（简称被投企业，下同）中有 2 180 个成功上市，是 2000 年底全美上市公司总数的 20%，占全美资本市场市值（当时为 27 000 万美元）的 32%，占全美总利润的 12%。从 20 世纪 70 年代末到 90 年代中期，风险投资的投资总额仅占大公司 R&D 的 3%，但却资助了 10%～12% 的私人创新。③

截至 2008 年，被风险投资投入的公司（又称被投公司）共创造了 1 205 万个就业岗位；创造了 2.3 万亿美元的销售收入，他们创造的价值代表了 20.5% 的 GDP。在风险投资集中投入的领域，风险资本所创造的就业岗位起着主导作用。例如，在电信领域，风投所创造的就业占总就业数的 74%；软件领域为 81%；半导体领域为 55%；而在电子仪器领域，该比例为 67%。④ 全美风险资本总额仅占 GDP 的 0.2%，但它代表了美国 10% 的就业和 18% 的营业收入。没有任何其他类型的金融资产会取得如此成效。

自 20 世纪 70 年代至 2015 年初，美国风险投资业共向 31 000 家公司投入 7 600 亿美元；这些被投企业共为美国经济创造了 1 800 万的就业机会（主要集中在高科技、高增长、高收入的就业岗位）；其创造的价值占全美 GDP 的 21%；创造了出类拔萃的公司，如谷歌、微软、苹果公司、英特尔公司、YouTube 和 Facebook 等等。风险资本投入的公司不仅局限在高科技领域，也涉及人们日常生活离不开的行业，如邮递 FedEx，餐

---

① 《2009 年中国风险投资行业调研报告》，中国风险投资研究院，2010 年 2 月。

② 成思危．论风险投资［M］．北京：中国人民大学出版社，2008：7.

③ Kortum, S. and Josh Lerner: 1998, Does Venture Capital Stir Innovation, NBER paper, 6846, National Bureau of Economic Research, Inc.

④ 美国风险投资协会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

饮业 Starbucks、Outback Steakhouse，零售业 Home Depot、Staples，及食品超市 Whole Foods 等等。风险资本投入的科技创新大大改进了人们的医疗条件，提高了生活质量。人们可以享受如心脏起搏器、超声波检测器、MRI、血管形成术。自 1973 年至 2015 年，被投企业中有 4 100 家公司成功上市。

在美国，对于人才开放的政策也是鼓励创新的原因之一。被投企业的创业者中有四分之一是外国移民，这一点值得后来者借鉴。

二、风险投资对于中国经济发展的作用

结合国内风险投资发展的状况，我们可以把风险投资对于我国经济发展的推动作用从如下几个方面加以分析。

（一）风险投资有利于促进创业企业，尤其是高新技术创业企业的发展

风险投资对于我国经济发展最大的推动作用是以资金支持那些初创的、有发展潜力，却又缺乏资金来源的企业。① 创新企业是我国改革开放以来经济飞速发展的重要推动力，而风险投资则为这些企业提供必要的资金支持。我们知道，要发展高新技术产业，最重要的是对创业者提供资金支持。由于我国的创业者，尤其是高科技企业的创业者，通常只有技术发明而缺乏资金，又没有资产可以抵押，很难从银行获取贷款。风险投资则不但可以向创业者提供资金支持，而且还可以在一定程度上协助开拓市场，并通过选人和理财来加强对企业的管理和监控，有助于企业的成功。②

创业企业的风险是很高的，他们面临的不仅是市场风险，还有技术风险、管理风险、宏观政策风险等等。企业在初创时期，能够获取资本的渠道除了个人积累外，只有天使投资、风险投资、国家政策基金等少数几种方式。③

我国目前高新技术产业存在着科技成果闲置、科技成果转化不足、自身创新能力不足、吸收外来技术能力差的矛盾，而引入风险投资、建立高效的风险投资机制恰恰可以解决这些矛盾。通过风险投资这一平台的构建，不仅可以引入风险资金，而且可以引入先进的管理、商业模式，以便扶持高新技术企业真正成为创新的主体，并且通过风险投资高新技术企业的巨大成功获得强烈的社会示范效应，真正形成几个具有集群优势的行业，从而推动经济的持续发展。④

企业在创业初期一般要经历一段艰难创业阶段，在这个阶段，企业面临的最大困难往往是资金短缺。这时，企业由于刚刚创立，没有一定的资产做抵押，也没有一定的信用历史可评估，很难获得银行贷款。他们一方面没有很好的营业收入，另一方面又不得不有基本支出，这种困难状况使得许多创业企业面临夭折的威胁。这个阶段也被称为企业发展的“死亡谷”。在企业资金最困难的时候，天使投资及风险投资往往是企业寻求外部资金来源的唯一渠道。⑤

---

① 刘曼红．天使投资与民间资本［M］．北京：机械工业出版社，2003.

② 成思危．开拓风险投资事业，促进高新技术发展［N］．人民日报，1998.

③ 刘曼红．天使投资：理论与实践［M］．北京：经济管理出版社，2009.

④ 刘媛．风险投资在经济发展中的作用研究［D］．贵阳：贵州大学，2008.

⑤ 刘曼红．天使投资：理论与实践［M］．北京：经济管理出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，不仅是企业需要风险投资，风险投资也在寻找具有巨大发展潜力的创新企业。它以自己独特的运行机制，在推动高科技产业发展方面起着“催化剂”“孵化器”的作用。同时，风险投资的运行机制可以作为比较好的激励机制，更加公平地处理国家、集体与个人利益的关系。可以说，风险投资通过灵活特殊的投资方式，在资本与高新技术之间，在资本与具有创新内涵的中小企业之间架起了桥梁，为广大创业企业的诞生和成长提供了资金保证。此外，风险投资家投入企业后，并不是守株待兔，而是积极参与被投企业的管理与发展，并提供营销、财务、咨询及后续投资等增值服务，使得被投企业有了一个强有力的合作伙伴。①

（二）风险投资大大推动了我国的创新事业

风险投资的核心是创新，而风险投资本身即是创新。作者早在 1998 年发表的书籍即命名为：《风险投资：创新与金融》。②

风险投资对于创新，尤其是科技创新的直接贡献已经为许多学者所讨论。③④⑤ 风险投资界常说，在电子计算机的硬件发展时期，风险投资的贡献度大约为 25%；在电子计算机软件发展时期，风险投资的贡献度大约为 50%；而在互联网时期，风险投资的贡献度，可以说是 100%。没有风险投资就不可能有网络事业，互联网真正成为我们生活工作中不可分割的一部分，有谁能够想象互联网仅仅有短短 22 年的历史（从 1995 年到 2017 年）。历史的发展不能不让人咋舌。哈佛大学甘珀斯和勒那教授等学者提出，从 1983 年到 1992 年，美国的风险资本虽然仅占公司 R&D 资金的不足 3%，但对于科技创新的贡献度大约为 8%。⑥

风险投资支持创新是通过投资创业企业实现的；是在为具有创新内涵的企业注入资本金，帮助企业创业的过程中实现的；是通过促进创新的商品化、市场化而实现的。风险投资对于创新的支持存在于创新向市场转化的过程之中。⑦ 没有创新的商品化，就不可能实现创新的价值。

大量理论研究和经验研究显示，技术进步和创新才是推动经济增长的最根本因素。通过发展风险投资，我国可以动员更多的资本和人才来发展高新技术产业。高新技术产业依靠的是对技术开发活动的高投入而不是对自然资源的大量消耗和大量固定资产投资，这样就可以提高技术进步对经济增长的贡献率，提高劳动生产率和资本产出率，提高生产附加值和投入产出比，提高经济效益和社会效益，切实解决高投入同低效益、资

---

① 陈兴．风险投资的作用及促进其发展的政策［J］．河南机电高等专科学校学报，2007.

② 刘曼红．风险投资：创新与金融［M］．北京：中国人民大学出版社．

③ Paul A. Gompers，Joshua Lerner. The Money of Invention：How Venture Capital Creates New Wealth（Hardcover）2001［M］．HBS Press，2001.

④ Venture Capital and New Technology Based Firms：An Us-German Comparison（Technology，Innovation and Policy，Vol 4）by U. Wupperfeld，J. Lerner，Oliver Pfirrmann，Publisher：Springer Verlag；（February 1997）.

⑤ Brian E. Hill and Dee Power，*Inside Secrets to Venture Capital*，Hardcover［M］．New Jersey：John Wiley & Sons，2001.

⑥ Short Term America Revisited-Boom And Bust In The Venture Capital Industry And Its Impact On Innovation. By Paul Gompers And Josh Lerner，Prepared For Innovation Policy And The Economy，Volume 3，2002.

⑦ Ibid. Zider.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

源短缺和资源消耗大、劳动力廉价和劳动生产率低、科技力量不足同科技力量闲置之间的矛盾，实现经济增长方式从粗放型向集约型转变，把经济建设转移到依靠技术进步和提高劳动者素质的轨道上来，以实现我国经济的可持续发展。

机会与风险共存，这是金融学的基本理念之一。风险投资不是追求风险，而是对于风险具有较高的容忍度，这种容忍风险的特征是基于风险投资对于机会的不懈追求。为了追逐高额回报，风险投资往往投入那些快速增长的具有巨大市场潜力的企业。一般地，只有创新型企业才能做到快速增长。没有创新内容的企业或许可以稳定发展，或许可以较快地发展，但不管是在科技领域，还是在其他领域，只有创新内涵的企业才可能快速发展。风险投资不仅投入高科技企业，有时也投入传统企业，只要它具有创新内涵。Google 的发展不仅由于其具有科技创新的内涵（搜索引擎），而且具有商业模式的创新；而 Amazon. com 的快速发展主要依赖于它的商业模式创新。中国的传统行业企业“蒙牛”的快速发展主要在于它的生产工艺过程和市场创新。①

原则上，风险投资不仅限于投资高科技企业，只要高增长型企业都是风险投资的对象。风险投资不是投高科技，而是投高增长。但事实上，各国实践证明风险投资与高科技发展息息相关，这也是为什么各国政府大力支持风险投资的原因之一。Martin Haemmig 教授发现，以色列、美国和瑞士三国风险投资投入高科技的比重分别高达 97%、84% 和 84%，② 这是因为风险投资的创新内涵与高科技发展的内在因素互相吻合。在美国，学者们发现风险投资对科技创新的贡献度大约为企业 R&D 的 3 到 4 倍。从 20 世纪 70 年代末到 90 年代初，风险投资总资金量虽然仅占企业 R&D 的 3%，却支持了企业科技创新的 10% 到 12%。③④⑤ 风险投资对科技创新、高科技产业的巨大推动作用使各国政府纷纷从资金、税收、政策上大力支持风险投资。

（三）风险投资有利于推动我国中小企业的发展

中小企业在我国经济发展中起着重大作用。中小企业占企业总数量的 99%，它们所提供的就业机会占总就业岗位的 75%，创造全国 GDP 的 55%，占总资产的 40%，而银行贷款仅占 16%（见图 3.2）。

然而，中小企业作为一个整体，不一定都是风险投资的投资对象。风险投资投入的是创业型中小企业，不仅是创业型中小企业，而且是有增长潜力的创业型中小企业。

风险投资是支持具有创新内涵的，具有巨大发展潜力的创业型中小企业的一支重要的

---

① 2002 年 10 月 19 日，“第五届中国成长企业 CEO 峰会”表彰的 1999—2001 年度中国超速成长百强企业（非上市、非国有控股）中，蒙牛乳业以 1 947. 31% 的成长速度名列榜首。

② 数据基于 2003 年投资额，见 Globalization of Venture Capital; Martin Haemmig, 2003.

③ Short Term America Revisited-Boom And Bust In The Venture Capital Industry And Its Impact On Innovation, By Paul Gompers And Josh Lerner, Prepared For Innovation Policy And The Economy, Volume 3, 2002.

④ Kortum And Lerner. Assessing The Contribution Of Venture Capital On Innovation [J]. Rand Journal Of Economics, 2000, 31: 674-692.

⑤ Baty, Gordon, William Bygrave, Donald Chew, Patrick Finegan, Kenneth Froot, Thomas Gray, John Kensinger, Gary Loveman, Stephen Magee, John Martin, Bruce Petersen, William Petty, and William Wetzel. Roundtable on U. S. Risk Capital and Innovation [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1992, Winter, vol. 4: 48-78.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

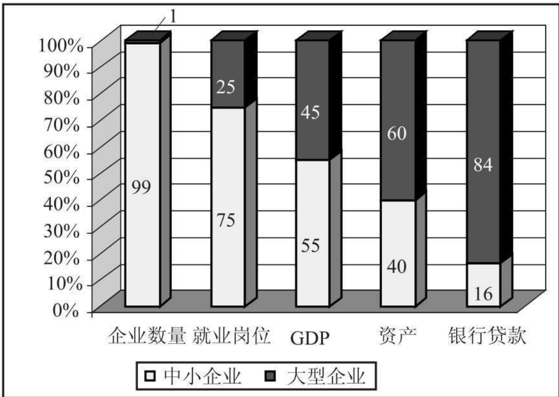


图 3.2 中小企业在我国经济发展中的地位

资金力量。风险投资家不仅赞慕创业者的成功，他们也容忍创业者的失败。[①] 很多风险投资家在选择被投企业时，更注重有创业经验的企业家，尤其是曾经失败过的创业者。他们对于那些不甘失败，重整锣鼓，不屈不挠，继续创业的企业家尤其有好感。

风险投资的真谛是帮助企业家建设一个成功的企业，风险投资是投入具有创新内容的创业,[②] 是投入具有高速发展潜力的创业。风险投资的目标是投入明星企业（Crown Jewels of the American Economy）,[③] 那些能够成为未来谷歌，未来英特尔的企业。

（四）风险投资有利于推动技术创新的产业化和商业化

我们已经处于知识经济的时代，技术创新作为经济增长的重要动力源泉已经为经济学界所共识，风险投资在这个知识经济时代起到举足轻重的作用。风险投资作为一种创新的融资制度安排，为技术创新、知识经济提供了良好的金融支持，在推动技术创新产业化过程中发挥了前所未有的巨大作用。[④] 根据有关资料，目前我国每年省部级以上水平的科技成果约有 3 万项，每年产生的专利约 7 万项，但是科技成果转化为商品并取得规模效益的比例和专利技术的实施率都仅为 10%。众多的高新技术成果要实现产业化、商业化，相对于实验室阶段的投入，转化为现实生产力需要数十倍乃至上百倍的投入，政府资金捉襟见肘，而且也不应该完全由政府来投资。由于转化过程的商业前景并不明确，存在技术、市场、管理等各方面的风险，一般工商企业和银行等金融机构不愿投资，也不敢投资。此时，发展风险投资无疑是最有效的办法。[⑤] 可以说，20 世纪高新技术领域的许多重要科技成果，无一不是在风险投资作用下，将实验室里的大胆构想变成商品并创造出巨大经济效

---

① Ibid，Gupta，U.

② Berger A. and G. Udell. The economics of small business finance：the role of private equity and debt markets in the financial cycle［J］. Journal of Banking and Finance，1998，22（6-8）.

③ Joshua Lerner & Samuel Kortum，Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation，31 Rand J. Econ. 674，674-75（2000）.

④ 刘飞．风险投资对技术创新的推动研究［D］. 合肥：中国科技大学，2007.

⑤ 袁友军．论风险投资的地位与作用［J］. 科技创业月刊，2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益的。如果没有风险投资，这些高新技术成果转化是难以实现的①。

（五）风险投资有利于金融体制改革的深化

从金融体制看，我国具有以银行为主体的特征。截至 2009 年底，我国银行总资产高达 78.8 万亿元，而全国风险投资融资总额虽然有着很大增长，达到 4 000 多亿元。但这个数目与巨大的银行金融资产相比，就显得很少。虽然这两个数据很难直接比较。但有一点十分明确，即风险投资作为一种新型的金融创新模式规模有限，却弥补了我国目前金融体制灵活性不强，创新型较差的不足。对于这个问题，本书作者早在 2002 年与美国波士顿大学教授 Zvi Bodie 合著的《风险投资与中国金融体制的改革》一书中做了比较全面的分析与研究。②

从金融体制管理的角度看，我国采取“三驾马车”式的监管体制：银监会监管银行系统，保监会监管保险系统，证监会监管证券系统。在这三个系统下银行、保险和证券业分别运行。三者既相互联系，又相对独立。在本书作者看来，全面的金融体系除了银行、证券和保险外，也许还应当加入一类：“选择性金融”，也叫作“另类金融”（Alternative Finance）。这类金融体系涵括：非公开权益资本（Private Equity，或 PE，也译为私人权益资本），也包括风险投资/天使投资等等，这些既不属于银行，也不属于保险，又不完全属于证券业的金融业务。选择性金融（另类金融）中很大一部分是非公开权益资本（PE），此外，还有对冲基金、金融租赁、应收货款管理、保理业务等等。近年来的趋向之一是对冲基金越来越多地卷入非公开权益资本业务领域。③

从这种较新的理念出发，我们认为金融体系可以分为四大类型：银行业、保险业、证券业和选择性金融（另类金融）（见图 3.3）。我们看到，非公开权益资本是选择性金融的一个重要部分，它包括（但不限于）天使投资、风险投资、购并基金、对冲基金等等。

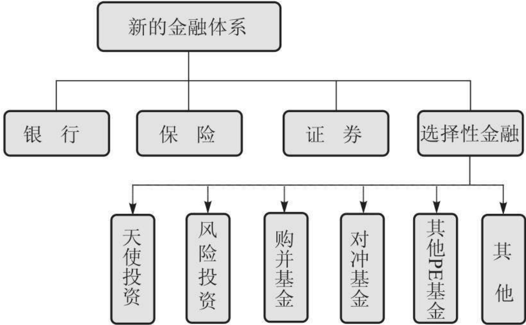


图 3.3 金融体系：四大类型④

我国金融体制的现状造成银行体系的大量金融资产很难支持风险性较高的、规模较

---

① 肖汉平．论创业投资产业及高新技术企业成长机制［J］．中国经济信息，2000.

② 兹维·博迪，刘曼红．风险投资与中国金融体制的改革［M］．北京：中国金融出版社，2002.

③ 刘曼红．天使投资：理论与实践［M］．北京：经济管理出版社，2009.

④ 刘曼红，风险投资与风险投资管理课程讲义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小的创新型中小企业的发展。而风险投资与天使投资等所谓“另类金融”运作模式以灵活的方式为创业企业，中小企业提供了可选择的资金渠道。①

我国现有的金融手段主要有银行信贷、公债（国债或企业债券）、股票等。首先，在银行信贷业务中，商业银行作为一个投资审核者事实上承担了储户的投资风险，但银行与借贷企业存在信息不对称问题，影响了资金使用效率。其次，与企业融资有关的债券和股票的交易通过投资银行（或证券公司）来进行，而投资银行或证券公司作为中介咨询机构并没有承担投资者的风险，也没有有效减少投资者与融资者之间的信息不对称，同样影响了资金使用效率。在这种金融体系下，风险投资能够起到其他金融模式不能起到的独特作用。风险投资由于特有的管理机制较好地解决投资者与企业之间的信息不对称，也是风险投资家在投资后积极参与企业管理的原因之一。可以说，风险投资是一个新型的金融业，已经向以银行和股市为主的金融产业提出挑战。风险投资的快速发展对中国金融体制改革也是一个很好的启示。此外，风险投资发展有利于繁荣资本市场，适应居民投资多元化的需要，为广大居民提供一种有效的投资工具。②

（六）风险投资有利于现代企业制度的建立

我国已将建立现代企业制度作为企业改革的方向。现代企业制度是一种要能够满足现代大生产和市场经济要求的企业制度。而风险投资对经济发展的作用不仅体现在它对高新科技创业企业的支持和推动，更因为它发展了一套行之有效的资金配置、使用和监管机制。英特尔、苹果电脑、雅虎、亚马逊网上书店等的成功，更让我们体会到这种投资机制的独特之处：能使资金、技术、信息和人力资源有机结合，表明了风险投资中的产权制度、组织设计和激励机制的独特性和生产性。这对中国企业建立现代企业制度有着很好的借鉴作用。陈工孟教授也提出“风险投资能够帮助企业做强、做大，推动创新经济的发展”。③

（七）风险投资的发展有利于人才的开发和使用。

如前所述，风险投资的宗旨是投人：投资于那些既有创业理想，献身精神，又能够脚踏实地，具有实际操作能力的创业者。人的问题一直是风险投资的核心问题。一方面，风险投资有利于在一定程度上缓解就业压力；另一方面，更重要的是，风险投资能够帮助创造有技术含量的，有发展前途的岗位。

经合组织（OECD）1996 年《科学、技术与产业发展》报告中说：“未来的工作机会将不在现存的产业中，而在新产业或新旧产业的杂交中出现”。风险投资的发展促进了高科技企业的发展，也促进了那些具有市场前景的服务行业的发展。在整个 20 世纪 80 年代，经合组织国家创造的 6 500 万个就业机会中，有 95% 在服务行业。其中，通讯、信息和教育等高科技行业中占了相当比重。从 1991 年至 1995 年，美国最成功的 24 家生物和信息技术公司创造了美国经济中 80% 的新工作职位。同时，风险投资还给我们带来不少新的观念和认识，甚至改变了我们对一些事物的看法；丰富了人们经济生

---

① Manhong Mannie Liu，JingAn Zhang，Hu bo. Chinese VCs vs. Foreign VCs：A Closer Look at China's Venture Capital Market [J]. International Journal of Technology Management，2006，Vol. 1/2.

② 成思危．开拓风险投资事业，促进高新技术发展 [N]. 人民日报，1998.

③ 陈工孟．在 2009 年中部创新经济与企业融资论坛上的讲话．2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

活的内容，增添了更多投资手段；引发了知识青年科技创业的激情，帮助他们实现梦想。①

风险投资给人才的培养提供了良好的发展机遇。风险投资是投向未来的，风险投资的这种引导性作用将促使人们接受更多的教育，提高素质，提高就业能力。目前我国就业压力较大，通过风险投资支持的高新技术企业，特别是中小高新技术企业可以吸收高素质人才，在一定程度上缓解这一压力，这对于保持我国社会稳定，实现经济持续发展有着重要意义。

（八）风险投资有利于社会资源的有效配置

风险投资的内在激励机制使得其在优化资本资源配置上发挥着重要作用。现实经济中的社会资源是一定量的，如何有效地分配社会资源不仅是一个技术问题，而且是一个经济问题。风险投资在这方面具有一定的创新性。一方面，风险投资对投资回报有着较高的预期，并勇于承担较大的风险，这种投资使得他们与成熟产业和传统投资方式有着较大的差别；另一方面，它们更看重投资的长期效果，不屑于短期投机的涨落沉浮。因而他们实际上是有意无意地促进了那些从长计议的，具有远大目标的企业，而打击了急于求成，或急功近利的企业。

风险投资的投向，为社会最佳资源提供了最佳去向，那就是实现风险资本和科技成果产业化之间的对接。利用风险资本，科技成果转化所需的资金可以得到根本性的解决，而风险投资者也通过其对充满变数的科技成果产业化所作的贡献得到所期望的投资回报。因此，风险投资实现了这类社会资源的优化配置，提升其利用效率，并在这一过程中协助完成了产业结构调整的经济运行目标。②

（九）调整产业结构，推进我国经济发展的核心竞争力

人们对于风险投资作用的探讨主要集中在对高新技术产业发展及成果转化方面。通过对技术创新和产业升级的支持促进经济增长方式转变；通过对融资机制的创新促进金融体制改革；通过对公司治理结构的完善进一步壮大企业，通过优化资源配置提升我国综合国力。

风险投资最大的，也是最不易被别人发现的作用在于它有利于帮助处于改革开放阶段的我国经济产业结构，使之更合理、更先进、更具有发展潜力，使得我国经济结构更加向世界先进水平靠近，从某种意义上促进了我国经济发展的核心竞争力。

对于风险投资的这个重要作用，许多学者及企业家都有所评论。欧美同学会副会长兼商会会长王耀辉在谈到风险投资对中国经济的重要贡献时说“如果没有风险投资，就没有中国的新经济，就没有中国的互联网”③。他认为风险投资是促成海归成功创业的重要因素之一。北极光创投基金带领人邓峰曾经形象地比喻“风险投资的作用就像拉拉队”④，是企业实现创业理想的最好的辅导员和助手。

---

① 刘健钧．创业投资制度创新论［M］．北京：经济科学出版社，2004.

② 张震宇．发展我国风险投资的意义、问题及对策研究［D］．成都：西南财大，2004.

③ 王辉耀．风险投资在中国的作用，新浪博客，2007.

④ 中顾金融证券网．发展风险投资的意义和作用，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目前我国经济发展已经达到一个新的阶段，粗放式的发展模式已经不再适应今天的经济现实。要进一步提高生产力，实现经济结构合理化，就必须调整产业结构，培育新的经济增长点。风险投资培育的高新技术企业成长迅速，技术含量高，对经济活动的影响面广、深度大，不仅可以改造传统产业，调整国家产业结构，而且可以形成新的产业、新的经济增长点，带动相关工业发展；不但促进经济总量快速增长，而且增强了经济增长的潜力。

经济发展越来越依赖两个动力：创新与企业家精神。① 这也是风险投资的两大宗旨。创新是企业家精神的实质，创新也是风险投资的核心。



本章思考题

1. 前风险投资时代的特征是什么？
2. 简述风险投资在中国发展对我们的启示。
3. 为什么说风险投资是经济发展的发动机？
4. 中国风险投资对于中国经济发展起到什么特殊的作用？

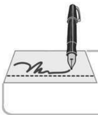
① Dubocage E. et Rivaud-Danset D., 2004, "The Development of Venture Capital in Europe, the Role of Public Policy", in Capital Market Development and the Economy, Tokyo Club Papers, n°16, pp. 76-117.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

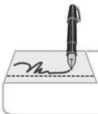
第四章

风险投资的融资



本章摘要

风险投资首先要解决风险资本的筹集问题。由于各国的发展历程、金融环境、政策法规的不同，各国风险资本的来源也呈现不同特征。发达风险投资市场以有限合伙制为风险投资的重要组织形式，其融资能力与既往的经营业绩、声誉记录等高度相关。中国风险资本市场有其特殊性，尤其是近年来随着多层次资本市场的逐渐发展，风险资本筹集规模和来源正迅速发生变化。本章第一节一般性介绍风险资本的来源；然后在第二节结合中国风险投资发展背景，分析中国风险投资来源状况；第三节以有限合伙制的私募过程为例，分析风险投资的融资过程；最后提供给读者一个国内融资的有限合伙协议，以增加对风险投资的融资主要条款的认识。



关 键 词

风险资本　机构投资者　私募　募集说明书　普通合伙人　有限合伙人　利益一致制度　跟投制度

第一节　风险资本的来源

一、风险资本来源概述

风险资本是由各种投资资金聚集而成的，它的资金筹集、使用和收益分配都是通过风险投资市场进行的，风险投资市场是由风险资金的投资者和使用者交易而形成的。风险投资市场的参与者，无论是供应风险资金的投资者，还是使用风险资金的创业家，都希望通过风险投资公司或风险投资家这一中介人，以承担投资的高风险为代价来获取投资的高收益，这是风险投资市场与传统资本市场的最大区别。风险投资的资金来源，大体包括了政府、机构投资者、金融机构、非金融企业、个人投资者，以及外资等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以风险投资业发展最发达的美国为例，在 1946 年美国研究与发展公司成立之前，风险资金主要由富有家族和个人承担；1946 年至 1958 年这 10 多年间，美国研究与发展公司担负了提供风险资金的主要任务；随后政府所支持的小企业投资公司又成为风险投资的主要力量；20 世纪 70 年代末美国政府修改法规，允许 5% 的退休基金进入风险投资市场，从而使法人机构成为风险投资的主要资金来源。其中退休基金是最主要的来源，捐赠基金、保险公司和国外投资者又成为风险投资的重要供应者。

二、不同国家或地区风险资本来源结构差异较大

（一）美国风险资本的来源结构

不同国家或地区的风险资本来源是不同的。以美国为例，其主要来源于养老基金、银行或保险公司以及捐赠基金等机构投资者，政府和个人资金贡献相对较少。不过，美国政府对风险投资资金支持机制有其特点。

表 4.1　2005—2013 年美国创业风险投资资本来源比重分析①　单位:%

年份	筹资总额（亿美元）	养老基金	银行/保险公司	捐赠基金	个人/家族	大型企业
2013	980	65	51	32	19	5
2012	860	63	45	34	15	4
2011	680	61	41	35	12	4
2010	1 068	64	42	34	21	6
2009	582	65	26	26	16	19
2008	478	61	21	18	18	15
2007	425	48	16	24	19	32
2006	378	61	11	19	12	26
2005	356	48	35	27	29	9

注：本统计数据未包含国外资本来源。

（二）加拿大风险资本来源结构

2004 年，加拿大风险资本筹资额 11.1 亿美元，其来源结构如下：加拿大风险资本的来源呈现出多元化的格局，但私有资本仍然占据着重要位置。2004 年私有资本占风险资本总额的 67%；处于第二位的是退休基金，其资本额占风险资本总额的 15%；另外，还有约 11% 的风险资本来源于国外投资者和机构投资者，分别占到资本总额的 7% 和 4%（见图 4.1）②。

（三）欧洲风险资本的来源

2004 年欧洲风险资本筹集金额为 275 亿欧元，来源呈现出多元化的格局，但可以发现，银行、退休基金仍然是欧洲风险资本的重要来源，且银行已超过退休基金成为风险资本的单一最大来源（见图 4.2）③。

---

① 杨葵．风险投资的筹资研究，2017.
② 2006 年中国风险投资年鉴［M］．北京：民主与建设出版社，2006.
③ 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

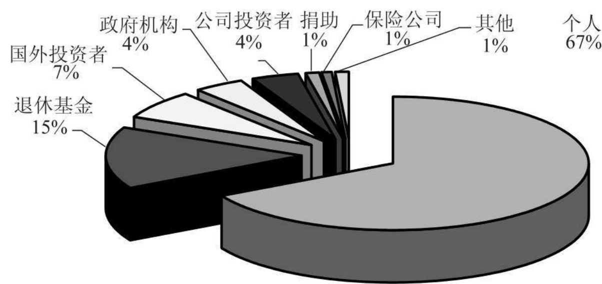


图 4.1 2004 年加拿大风险资本来源部分分布

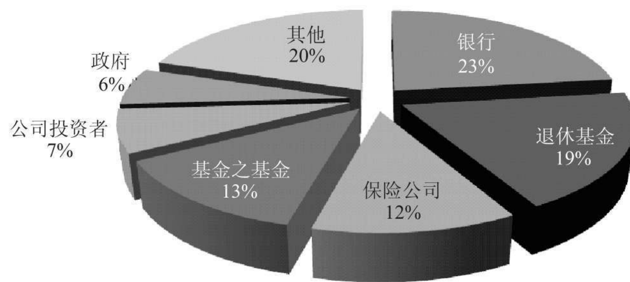


图 4.2 2004 年欧洲风险资本的来源

通过列举以上国家和地区风险资本来源结构来看，差异较大。这与各国的金融经济结构、风险投资发展历程、政府支持方式、政策法规等有密切关系。

三、政府对风险投资的资金支持方式

从上述各国或地区风险投资来源结构来看，各国政府的投资通常都成为早期风险投资重要的资金来源，但不同国家政府对风险投资的资金支持形式是不同的。

（一）美国政府对早期风险投资的投资方式

从 20 世纪 50 年代末期至 70 年代中期，在风险投资发展过程中，美国政府一度成为风险投资市场的重要投资者。在 1958 年美国国会通过小企业投资法之前，美国政府对风险投资是采取放任自流的态度。但从 1958 年开始，美国政府对风险投资的政策发生了转变，转为支持和鼓励风险投资，美国政府对风险投资主要采取间接的投资方式。其方法主要包括支持开办小企业投资公司和政府政策性补贴等方式。

1. 小企业投资公司

小企业投资公司是在美国国会通过小企业投资法后开始设立的。它是美国政府出资、私人经营的一种成功的风险投资模式。由于小企业投资公司的相当部分资金来自政府，因此，小企业投资公司的业务范围必须得到美国小企业管理局的许可。不过，通常小企业投资公司的创办资本不能少于 50 万美元，风险资本投向一个项目的资金不得超过总资本的 20%，且在该项目的投资额不得超过项目总投资的 49%。

如果小企业投资公司对若干家风险企业的投资额超过其创办资本额的 65%，则可以从政府得到 4 倍投资额的贷款。因此，小企业投资公司可以从美国小企业管理局借到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低利率的资金，然后向具有较大风险而又难以从正常融资渠道得到资金的高技术小企业提供投资或无担保的长期贷款。

2. 政府政策性补贴

政府政策性补贴措施的作用是以少量的政府资金带动大量社会资金，投放到风险较大的风险投资市场中去，政府政策性补贴起到一种带头投资的作用或是奠基的作用。政策性补助资金的数量虽然很有限，但通常作用却不小。

美国在早期设立了“小企业创业研究基金”，规定国家科学基金会与国家研究发展经费的 10% 用于支援小企业的技术开发。1982 年里根政府又签署小企业发展法，规定研究发展经费超过 1 亿美元的部门，应将财政预算的 1.3% 用于支持小企业发展，例如可以向每个企业提供 5 万美元用于可行性研究，20 万美元用于市场可行性研究等。

（二）其他国家政府对早期风险投资的投资方式

英国政府在 20 世纪 70 年代推出了“对创新方式的资助计划”，对符合条件并低于 2.5 万英镑的小企业投资项目，给予 1/3～1/2 的项目经费补助，总经费为 500 万英镑。此外还有“与创新有关的投资计划”，它只适用于雇员少于 500 人的企业。他们可获得筹办生产费用的 20% 补助。英国工党政府在 1973 年成立国家企业委员会（NEB），其主要职能是进行地区工业投资，为小企业提供贷款和分析研究高新技术领域发展的投资问题。到 1981 年，国家企业委员会与国家风险投资公司合并，成立了英国技术协会，专门进行风险投资和有关协调工作。它在英国风险投资中异常活跃。到 1984 年，该协会已先后为 430 家公司进行了高达 3.26 亿英镑的风险投资。

此外，其他国家的政府都根据本国高技术产业发展的需要，发放了不同的政策性补助金或进行政策性的投资。

1. 投资亏损补助金

新加坡政府规定凡投资于高技术产业而连续 3 年亏损者，可获得 50% 的投资补助。

2. 技术开发补助金

日本政府的“中小企业新技术开发补助金制度”规定，企业进行政府确定的新技术开发领域的投资，可得到 1/3 的国家补助金。

3. 对个人风险投资的补助

加拿大安大略省政府拨出专款，对向小企业发展公司进行风险投资的个人提供相当于投资额 30% 的补助金。

4. 设立国家风险投资公司

国家风险投资公司通常为政府投资创办，主要通过两种方式投放国家风险资金：一是贷款担保，二是提供补助金。日本通产省设立的风险投资公司采取贷款担保的方式，银行向风险企业提供贷款，其贷款额的 80% 可得到担保。而日本科技厅设立的新技术事业开发团却直接为风险企业提供 5 年无息贷款，成功者偿还，失败者不偿还。挪威科学和工业技术研究理事会设立的高技术风险投资公司，采取匹配投资的方式，公司对每个项目提供投资的同时，要求承担项目的单位必须有一定比例的资金投入。一般来说，国家风险投资公司通常不以营利为目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二节 中国风险投资的来源

一、中国风险投资发展历程简要回顾

纵观我国风险投资事业的发展，大体可以划分为三个时期。第一个时期是酝酿期（1985—1996 年）。中共中央 1985 年 3 月发布的《关于科学技术体制改革的决定》，标志着我国风险投资事业的开端。此后国务院陆续发布了一些建立风险投资基金和风险投资公司的政策和规定，但是由于观念上及体制上的障碍，科技改革与经济改革未能保持同步，以及融资渠道不通畅、资本市场欠发育、契约关系不健全、分配制度不合理、知识产权不明确等等原因，致使我国的风险投资事业举步维艰，发展极为缓慢。从 20 世纪 90 年代初开始，境外投资者设立的一些中国投资基金开始投向我国境内。虽然在这些基金的管理者中不少人有着丰富的风险投资经验，但他们多半认为在中国发展风险投资的市场环境还不成熟，因此绝大多数投资还是投向了已有企业的扩大再生产，真正从事风险投资的为数不多。

第二个时期是兴起时期（1997—2001 年）。随着改革开放的推进，我国风险投资事业兴起的条件也在逐渐成熟，而且我国社会主义市场经济的发展也形成了对风险投资的客观需求。在国务院于 1996 年发布的《关于“九五”期间科技体制改革的决定》中再次强调要发展风险投资，一些部门和地区也在积极探索和推进。在这种形势下，民建中央在 1998 年 3 月全国政协九届一次会议上提出的《关于加快我国风险投资事业的几点意见》的提案，受到了政府有关部门的支持和各界人士的关注，掀起了我国风险投资事业发展的热潮。尽管还存在一些观念、制度、法律等方面的障碍，也出现了一些问题和失误，但这个时期内我国风险投资事业确实得到了迅猛的发展。

第三个时期是调整期。从 2002 年开始，在世界经济发展减缓及国际风险投资退潮的影响下，中国风险投资事业的发展也遇到了不少困难，进入了一个调整时期。

第四个时期是复苏与繁荣时期。中国风险投资经过几年的低迷期和调整期后，从 2005 年开始，中国的风险投资行业进入了全面复苏期，而 2005 年，特别是下半年的发展情况，使得中国的风险投资事业进入了一个快速而平稳的发展阶段。总地说来，风险投资的回暖与快速前进，首先与世界经济逐步摆脱萧条、投资信心持续回升有关；其次，与中国的宏观经济发展态势、产业结构调整与升级、各级市场不断放开、风险投资行业得到逐渐重视，以及相关政策制定与出台都有着不小的关系。

二、我国风险投资来源结构现状

中国风险投资业发展早期，政府是风险投资的主要来源，且以政府直接投资为主体。近年来，中国风险投资来源结构发生了深刻变化，主要表现出如下特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）境外资本是中国风险投资的重要来源

从表4.2可知，近年来，新增风险资本筹集来源于外资的不到50%，内资来源超过外资逐渐成为常态。

表4.2　2011—2015年中国风险投资来源结构表①　单位:%

	2011	2012	2013	2014	2015
外资	62.65	52.37	48.51	41.16	36.78
内资	37.35	47.63	51.49	58.84	63.22

（二）非金融类企业成为中国风险资本的主要来源

根据中国风险投资研究院的行业调研数据，2015年中国新筹集的风险资本中，来自内地资本的来源结构中，非金融类企业成为主要来源，占54.68%；同时，个人投资占到13.60%；政府改变投资方式也显示出明显的效果，政府投资合计占到23.47%，其中绝大部分以政府引导基金形式出现。而金融基金，包括银行、保险、证券等资金来源极其有限（见图4.3）。

（三）来自海外的风险资本机构

来源于海外的风险资本中，来自机构投资者（主要包括：养老基金、银行/金融机构、保险公司、捐赠基金等）的资金比例最高，占新募集海外资本的43.18%；其次是来自FOF的资金，占新募集海外资本的23.65%（见图4.4）。

目前，中国管理风险资本数额仅次于美国，成为风险投资第二大国。在中国经济高速增长、多层次资本市场建设不断推动的背景下，中国风险投资市场处于高位运行态势。不过，中国风险投资业毕竟发展时间不长，需要借鉴风险投资发达国家，如美国等的先进经验以及发展中的教训，不断完善与发展。

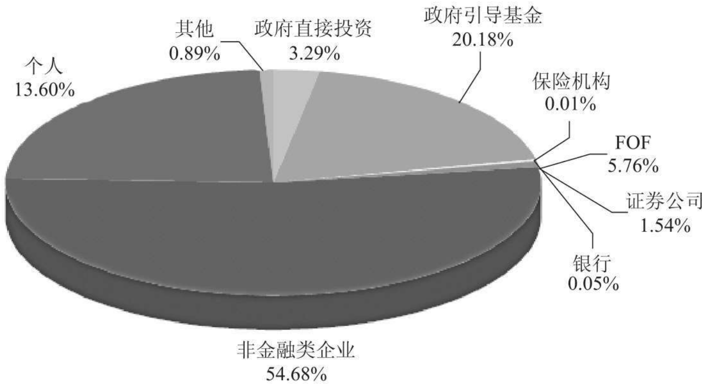


图4.3　2015年新募集风险资本来自内地的来源结构②

数据来源：投中集团。

① 根据中国风险投资研究院历年统计年鉴与年度行业调研数据整理。

② 投中集团.2015年中国风险投资行业研究报告，2016.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

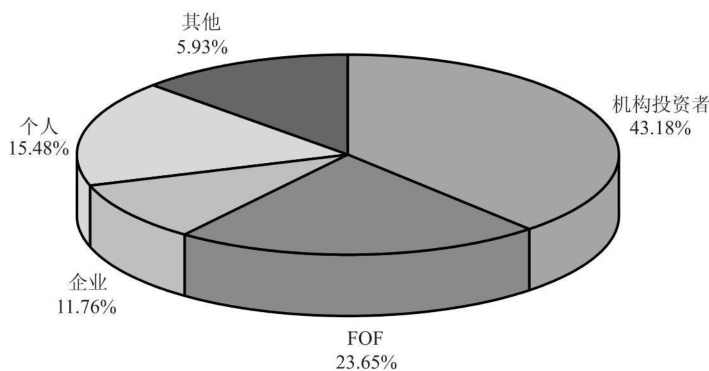


图 4.4 2015 年募集的来自海外的风险资本机构①

数据来源：投中网。

第三节 风险资本的募集

——以私人风险投资公司的融资为例

一、风险投资基金私募的一般过程

（一）创意和组织

对风险投资家而言，成功募集到风险资本是其进行投资的第一步。但事实并不是这么简单，人们一般认为，风险投资机构或风险资本家过去的业绩和信誉等，对筹资影响较大。风险投资家不会陷入此类“先有鸡还是先有蛋的问题”，他们会充分利用已有风险投资管理机构良好的经营记录，并组织优秀的管理团队，进行风险投资募集前期的重要准备。

（二）前期准备

对金钱和成功的追逐，也许是风险投资家及其管理团队的共同志向。典型的私募行为，是风险投资家一般要依托管理机构向外进行私募，且这家风险投资机构需要有一定的良好的经营记录，或者优秀的管理团队，或者二者兼备。

风险投资的管理机构，其组织形式可以是公司制，也可以是合伙制。从国内实践来看，众多管理公司是以公司制机构出现的，因为在中国有着较长期风险投资经营记录的机构，一般以公司制企业存在。

募集前的准备是必不可少的，因为投资者并未对事实一无所知。

（三）募集说明书

募集说明书是筹资者向投资者发出的要约，也是向投资人的初步承诺。一般而言，募集说明书要包括以下内容。

① 投中网. 2015 年中国风险投资行业研究报告，2016.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 风险投资介绍

鉴于一些投资者对风险投资这类投资形式并不熟悉，进行必要的介绍是有益的。

2. 筹资人/基金管理公司介绍

重点涉及筹资人的背景、经营记录和业绩、管理团队成员以及经历和主要业绩、主要成功案例等内容。

3. 资金募集条款

主要条款包括：基金组织形式、资金规模、基金份额、出资方式、存续期限、合伙人会议、投资决策、管理模式、资金监管、报告制度、管理费率、优先回报率、业绩奖励等内容。

4. 募集资金的运作模式

如设立形式、委托管理、管理报酬、跟投制度、风险控制等。

5. 基金如何投资

包括诸如：投资策略、投资分类、投资组合、投资标准、投资程序、投资决策、投资管理、风险控制制度等内容。

（四）路演

筹资人/风险投资管理机构向潜在投资人进行路演。路演需要注意以下问题：路演资料准备充分；路演对象要认真选择；路演主要参与人要具有业内良好的经历和信誉以及宣讲能力；路演场景要精心布置等。

（五）投资意向

随着私募募集说明书发出和路演，有意向的投资者将会表达出投资意向，并对关心的问题进行详细询问。风险投资家在这个阶段要详尽地答疑和释义，将投资者的投资意向转化为真正参与投资。

（六）签约合伙协议并认缴出资

所有的投资人，包括有限合伙人和普通合伙人，将共同签订合伙协议，并认缴出资。

（七）注册并运行

根据合伙协议，认缴资金到位后，根据法律和工商管理规定，进行注册登记。风险投资家根据运作承诺，进行投资运作。

二、风险资本募集中注意的主要问题

（一）时机错位

风险投资的收获期，与退出市场如 IPO 市场的高涨期相对应，同时也对应了投资者的热情期。而资金募集到位后，需要经过投资—增值管理—退出等过程，才能为基金实现赚取收益，才能向投资者进行分配。这容易导致时机错位的问题，即市场繁荣期募资与募集后市场处于高位繁荣的投资时机相对应。把握不好，在市场高位运行阶段投资过多，增加投资成本，当市场衰退后，投资成本难以消化，影响投资收益和管理者心态。

风险投资家要有一种良好的周期理念，合理确定存续期限，把握筹资时机和合理确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定投资进度。尤其在市场繁荣期容易募集资金，而繁荣期的市场高位运行，过多地在市场繁荣期增加投资，会加大投资成本。因此，避免融资和投资的时机错位，避免市场运行周期的影响，是风险投资家的重要任务。

（二）准备充分

机会是给有准备的人的。风险投资家或管理机构在融资时，需要进行充分准备。要认真分析融资时机，确定合理的运作模式，设置科学的运作机制，建立有效决策制度和风险控制制度；要建立高效、团结的管理团队，设立有效的激励与约束机制；募集说明书要充分论证，潜在投资者要事前分析和挖掘。

（三）合理推介，做到客观

无论在募集说明书还是在推介时使用的材料中，风险投资家或风险投资管理机构为吸引投资者需要，都要对其过去的经营记录和管理团队进行宣传。从实践来看，宣传过程中难免出现一些不合实际的情况，有些更是出现浮夸甚至虚假。风险投资家或管理机构一定要注意把握合理尺度，做到客观。

三、风险投资家或管理机构与所管理基金之间的利益一致制度

根据法律规定，有限合伙制下，风险投资家或管理机构应作为普通合伙人，参与组建风险投资基金，并在合伙协议中明确相应的权利与义务、收益与风险的分配，即需要建立风险投资家或管理机构与投资者的利益一致机制。从实践来看，风险投资家或管理机构与管理的基金之间，为实现利益一致，存在不同的形式，目前国内主要采取了跟投型和作为普通合伙人投入资金等形式；在风险投资管理机构内部，项目责任人也需要对所负责的项目进行跟投。

（一）作为普通合伙人投入资金

作为基金的普通合伙人投入资金，这是一种基本的利益一致实现形式。这里要关注的问题是，无论风险投资家个人还是管理机构，都存在一个最终责任承担能力问题。国内大多数风险投资管理机构以公司制形式存在，作为普通合伙人对外募集资金建立合伙制基金，将管理公司资产与合伙制基金相捆绑，有利于约束风险投资管理机构的行为。

（二）跟投制度

跟投制度就是管理的风险投资基金与风险投资家或管理机构按一定比例分配投入项目的投资金额。这种制度既适合风险投资家或管理机构与所管理的基金之间的利益与风险承担问题的解决，同时，风险投资管理机构内部，项目责任人与管理机构之间也采用此类制度，实现项目责任人与风险投资机构之间的利益一致。

当然，利益一致制度的实现形式远不止这些，实践中的形式必然呈现多样性，这也是风险投资需要探索的重要内容。



本章思考题

1. 风险资本的主要来源有哪些？
2. 为什么不同国家或地区风险投资来源会明显不同？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. 中国近几年为什么会出现风险资本主要来源于境外资本的情况?

4. 结合中国风险投资来源的过程，分析如何进一步改善中国风险投资来源结构。

5. 结合中国政府资金支持风险投资制度变化过程，分析如何进一步完善中国政府资金支持风险投资的制度。

6. 简述典型风险资本的融资过程及其主要关注的内容。

7. 如何进一步完善风险投资家与所管理的基金之间的利益一致制度?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附件 合伙协议范本

（合伙企业名称）
有限合伙协议①

本有限合伙协议制定于1996年×月×日，由××公司担任管理普通合伙人，普通合伙人包括××、××，有限合伙人包括××、××。

注释：上述有限合伙企业有一家公司法人作为管理普通合伙人，两个个人担任普通合伙人。由一家公司担任普通合伙人的商业意义在于如果个人普通合伙人去世、丧失行为能力或收回投资，合伙企业仍然能够存续。有时投资人作出投资或收回投资的决定取决于个人普通合伙人的能力，他们认为一旦这些个人不能再担任普通合伙人，合伙企业也就不必继续存续下去，这种情况下将不会由某个公司担任普通合伙人，而是在第5节加入终止条款以满足投资人的要求。由一家公司担任普通合伙人的第二个原因是其他个人能够被该公司雇佣，并通过股票期权激励机制和利润分层安排获得经济补偿。除此之外，合伙企业将指定普通合伙人中的一名担任管理普通合伙人，由该管理普通合伙人独立与其他普通合伙人运营合伙企业并制定商业决策。

很多风险投资公司选择使用单一的普通合伙人或一家有限责任公司担任基金的普通合伙人，而不是使用公司型普通合伙人，或公司型合伙人和个人合伙人的结合。使用单一的普通合伙人或一家有限责任公司担任基金的普通合伙人能够在基金存续期间为基金引入新的普通合伙人时提供灵活的工具，新的投资人可以分享基金收益中应分配的份额，与此同时避免了使用公司型普通合伙人而须缴纳的公司所得税，而只需缴纳资本利得税。使用单一的普通合伙人或一家有限责任公司担任基金的普通合伙人的另一优点是，管理普通合伙人可以在不必修改有限合伙人协议的情况下，对其下的各普通合伙人作出商业性的调整安排（这种情况确实存在，例如某一位普通合伙人希望减少其在基金运作上投入的时间或者希望退休）。不采用普通合伙制形式，而是采用有限合伙制形式或者有限责任公司形式作为风险投资基金的普通合伙人可以允许普通合伙人有其“特殊的有限合伙人”或者“特殊的成员”，例如不参与控制基金的雇员，或者在风险投资基金的筹备设立过程或项目搜索过程中将起到特别推动作用的局外人，又或者基金的顾问委员会成员，这些个人或公司将分享普通合伙人向风险投资基金所收取的费用。如果基金的普通合伙人由合伙企业或者有限责任公司担任，当前形式的有限合伙协议可以被简化为只提供给单一的普通合伙人，相应的涉及普通合伙人投票权、投资的回收、引入新的普通合伙人或者普通合伙人份额的转让等条款，都可以写入普通合伙人协议或者有限责任公司协议。

---

① 我们致谢如下参考文献：Michael J. Halloran，Gregg Vignos and C. Brian Wainwright，Chapter 1，Agreement of Limited Partnership of “Venture Capital & Public Offering Negotiation” third edition，volume 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管如此，律师们必须意识到，合伙制基金自身性质决定了它相对于公司制具有脆弱性，因此必须注意应尽最大可能避免通过争议或者撤销普通合伙人来解散基金，请结合后面引用的协议中的第 5（c）条款来解决此类问题。除此之外，在普通合伙协议和有限责任运营协议中越来越多地使用“领取权条款”，如果是公司制形式，则在创始人股票购买协议中；在这些协议中，普通合伙人的获利分期获得，如果提前离开或者提前终止，其在基金中的利益也将减少，这一点和本章第二部分的《员工持股协议》所采用的方法一样。个人普通合伙人之间比投资人或有限合伙人更要求设定领取权条款。在起草普通合伙协议和有限责任运营协议（或者公司文件）时，应尽可能地在辞退和终止现有普通合伙人/基金管理人时保障基金的持续性和连贯性，避免基金存续期间不会被损害，在这方面，领取权条款可以提供一个同时满足离开合伙人和保留合伙人权益的机制。

在 1996 年 12 月 18 日的联邦公报中，美国国内税务局发布了第 8697 号财政部决定，接受采用所谓的“勾选”（Check-the-box）规定，提出简化企业分类准则。这些被期待已久的规定极大地改变了为联邦所得税目的而使用的企业分类认定准则。公报称此举的目的在于“用更简单通用的方法取代原有规定下日益形式主义的准则”。

勾选规定的综合性在于其对国内和外国公司都适用。他们列出一系列一直被认定为公司制的国内组织；国内合伙制和国内有限责任公司并不在此列。规定也同时列出了在 80 个外国司法管辖区被认定为公司的实体名单。那些一直没有被列入公司制（根据规定的有资格的公司）的外国或者国内实体以及那些有两个或以上所有人的外国或者国内实体可以选择作为合伙制或者公司制。有资格的公司的唯一所有人可以选择作为公司缴税或者出于联邦税收目的被忽视，其可被视作独资企业或者其所有人的分支机构和部门。最后，勾选规定对不能进行选择的实体作出了“默认”分类。合伙制是不能归类公司的国内合伙制基金和有限责任公司的默认分类。

大多数州（包括纽约州和加利福尼亚州）已经开始遵守新的勾选规定，或者非常详细的举例来说，因为他们的当地法律认为出于所得税目的，企业的分类认定应当和他们在联邦所得税法下的企业分类认定相同。

采用勾选规定之前，合伙企业的分类根据是旧规定下的四要素测试。该四要素测试规定，在下述公司制企业所具备的四个特点中，只要有限合伙制基金不符合其中的两个或以上，即可被认定为合伙制基金，否则，将会被认定为公司。（1）存续期的可延续性：大多数风险投资合伙制没有该特点，因为在普通合伙人死亡（如果普通合伙人为公司，该情况为终止运营）、破产清算、或者收回投资时，风险投资合伙制将会解散；（2）集中管理：风险投资合伙制有可能会具备这个特征，因为普通合伙人在没有对合伙制进行大量投资或者仅有少数附属经济利益时仍对合伙制有完全的控制权；（3）有限责任；（4）份额可自由转让［参见第 1（e）节和第 17（i）节，以及相关注释］。虽然在企业组织形式认定时，四要素测试法中的某些条款（如份额的可自由转让）已经部分或全部地不予以考虑，但出于商业考虑一些条款［如第 17（h）节中有关替代的部分］仍被勾选规定接受并保留下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 定义

本协议中:

(a)“其他普通合伙人”指的是根据协议第 20 节被合伙制接受作为普通合伙人的________和________,以及任何个人、公司、合伙制、有限责任公司、信托或其他法律实体,但该其他合伙人不能为撤回普通合伙人,也不包括管理普通合伙人。

注释:本协议中的其他普通合伙人指的是不担任“管理普通合伙人”的个人普通合伙人,而不是公司合伙人。根据第 20 节规定,其他普通合伙人可以在某些情况下被接受,但要经过所有合伙人一致同意。在特拉华州,该一致同意原则也不需要被满足,因为 6 Del. C § 17-401(b)和 RULPA(1985 修订版)规定只有在有限合伙协议没有作出要求的情况下接受其他普通合伙人才需要每位合伙人的书面一致同意。尽管如此,《美国统一有限合伙法》以及旧版本的 RULPA 并没有此类例外规定。在 RULPA 下此类一致同意方法被允许使用,但在没有采用 RULPA 的州,这一点并不明确。具体请参见后面有关第 5(c)节和第 20(c)节的注释。

(b)“其他有限合伙人”指的是根据协议第 22 节被合伙制接受作为有限合伙人的任何个人、公司、合伙制、有限责任公司、信托或其他法律实体。

注释:本协议中的其他有限合伙人可以在基金首次封闭后的一年之内被接受。为了减少自身份额被稀释以及合伙协议生效后新进入有限合伙人所造成的相关条款达成一致的困难,风险投资基金的投资人,尤其是机构投资人,总是尽力限制可以允许其他有限合伙人进入的私募期间。请参见关于第 22 节的注释。

(c)“附属机构”的含义与证券交易委员会第 405 号规定所指相同。但是普通合伙人的附属机构不能是合伙制或者基金的被投资资产组合公司,除非合伙制或者基金,或者他们的雇员、董事、合伙人、职员担任了该被投资资产组合公司的董事或职员。

注释:协议中一般会有限制基金与其普通合伙人、或普通合伙人的附属机构进行交易的条款,这也是上述定义的出发点。在这种情况下,会有由同样普通合伙人管理运作的另外一支风险投资基金和现有的风险投资基金来进行共同投资,共同投资的公司组合将会被排除在本“附属机构”定义外。这一点和《1940 年投资公司法》中第 17 节规定为公共投资公司所带来的问题完全不同,第 17 节规定该类共同投资的公司可以被认定为附属机构(该类问题在《1980 年小企业投资促进法》中得以部分解决)。

(d)“协议”指的是有限合伙协议,该协议可以被更改。

(e)“受托人”指的是根据协议第 17 节,接收一个有限合伙人全部或部分受益份额,却没有成为替代有限合伙人的个人。

注释:出于多方面考虑,将接收有限合伙人受益份额的纯受托人和成为有限合伙人的受托人区分开来非常重要。在没有采用 RULPA 的州,该类有限合伙人被称为替代有限合伙人,本协议将继续沿用该说法,但有特定含义。RULPA 和特拉华州对于替代有限合伙人有着与术语完全不同的含义,他们的替代合伙人指的是“合伙制份额的受托人,包括普通合伙人的受托人,该类受托人在合伙协议有规定或者全体合伙人同意的情况下可以成为有限合伙人”[6 Del. C. § 17-704(a)]。受托人仅有权获得委托人所持有的利润分成份额[6 Del. C. § 17-702(a)(3)]。这一点取决于第 17 节的委托限制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规定，RULPA 和 6 Del. C. § 17-702 目前也根据个人财产让渡转让的一般限制准则对合伙制协议中的此类规定也认可了。根据有限合伙协议和所适用的法律，成为有限合伙人的受托人可以有权获得被转让的原有限合伙人的所有权益（由限制条款和责任决定）。在采用联邦勾选规则之前，合理的论据是建立在前财政部 § 301. 7701-2 规定（8697 号财政部决定修正前）的措辞上，即为避免公司制企业的股份自由转让特征，只有对受托人转变为有限合伙人能力的限制规定，而没有对现有合伙人转让行为的限制。详见以前财政部 § 301. 7701-2（e）（1）的规定（8697 号财政部决定修正前），该规定表明份额自由转让特征不存在于以下情况：各成员可在没有征得其他成员同意的情况下转让其利润分配权，而不能转让其参与组织运营管理的权利。详见以下关于第 17（i）节的注释。

合伙制基金份额的转让将导致接受转让方成为基金新的合伙人，并将合伙制基金未来的盈利或亏损的税务义务由转让方转移至接受转让方。见 Burner v. Leininger，285 U. S. 136（1932）。尽管如此，区别于仅仅接受合伙制收入的转让方，接受合伙人原有经济利益的受转让方是否能够出于税务目的被认定为新的合伙人取决于全部的事实和环境因素，特别是转让方是否同意或者被要求行使其他剩余权利，包括投票权和查看所有报表和记录的权利，在这方面所转让的基金份额只是授予了转让人该方面的权益（转让人同意时未被认可的合伙制份额的受让人也可以出于税务目的被认定为一个合伙人）。如果受转让方被认定是未来基金份额利润的受托人，那么转让方合伙人对于未来合伙制基金的利润收入的应分配份额仍然具有纳税义务，但在合适的情形下可以根据《1986 年国内收入法》及其修正案（I. R. C.） § 162 或 212 将对受转让方的支付作为抵减项目，尽管该抵减有可能由于投资费用可抵减性的限制而难以做到。尽管被认定为受托人的受转让人必然会就其从合伙制基金份额收到的分配承担纳税义务，该类收入的性质仍可以由资本利得（假定基金的收益是资本利得）加以转换。因此，为受让人所做的谨慎的税务筹划应表明或者份额受托人被认定为有限合伙人，或者转让方出于受转让方利益的考虑，同意继续行使其他作为有限合伙人的权利。对于小企业投资公司（SBICs），有限合伙制份额的转让有许多特殊规定，大多数情况需要小企业管理局（SBA）的批准。参见第 3A 章，第 2. E. 节。

（f）“资本账户”指的是第 8 节中说明的含义。

注释：该定义将在后面加以详述（参见关于第 8 节的注释）。本合伙协议中的会计规定一般是建立在预测资产组合价值的方法上，包括未实现的利润和损失。根据所适用的《联邦税务法规》的相关规定对资本账户加以调整以确保本合伙协议下的利润和损失分配被考虑认作“有重大经济效应”。据此调整的资本账户尽管不能全部但至少可以部分反映未实现损益。根据本协议具体采用的补偿分配方式，其他会计术语只会被用于对应实际发生的已实现损益。下述定义将被用于当本合伙协议的补偿分配方式实际上与已实损益相对应的情况。

（1）“净损失”：本合伙制在任何财年或特定时期的净损失指的是该财年或时期的净损失，而不包括根据第________节规定为资产组合证券估值所产生的未实现损益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）"净利润"：本合伙制在任何财年或特定时期的净利润指的是该财年或时期的净利润，而不包括根据第________节规定为资产组合证券估值所产生的未实现损益。

（g）"________基金"指的是与现在的合伙制有同样的目的以及同样的普通合伙人而根据________法组建的某个有限合伙制。

注释：这指的是由相同的普通合伙人管理的已经存在的基金。在颁布《1997 年纳税人救助法》之前，许多基金发起人为国外投资人设立了单独的离岸工具。许多离岸工具的管理职能（如与合伙人进行沟通，接受有限合伙份额的认购申请，分配利润等）设在美国之外，以达到根据《联邦税务法规》第 1.864-2（C）（2）（iii）（即所谓的十诫）的规定认定该离岸工具的主要办公场所设在美国之外。将主要办公场所设在美国之外将使这些离岸工具自身账户的证券交易行为避免根据《联邦税务法规》第 1.864-2（C）（2）（i）节的规定被认定为美国国内的交易或者业务行为。这些离岸工具实现的国外投资人的美国资本利得份额（不包括与美国财产相关的利得）将没有纳税义务。

《1997 年纳税人救助法》废除了主要办公场所的要求，这使得管理职能即使设在美国境内国外投资者在美国的资本利得也不用承担美国税务义务。这种情况下将没有必要为外国投资人设立独立的基金。尽管如此，适用于外国投资人的税法或者其他法律有时要求外国投资人使用中间投资工具（如外国公司的优先股），以允许外国投资人在本国缴纳税收之前收回投资。

（h）"普通合伙人"指的是管理普通合伙人或者其他普通合伙人中的任何一方，或者指管理普通合伙人和其他普通合伙人。

（i）"I. R. C."指的是《1986 年国内收入法》以及其修正案。

（j）"有限合伙人"指的是各投资人，以及任何其他根据第 22 节规定被合伙制接受作为有限合伙人的个人、公司、合伙制、信托或者其他实体，也包括根据第 17 节规定的替代有限合伙人。在根据第 18 节规定撤回作为有限合伙人的投资之前，该替代合伙人或合伙人有权享受所有有限合伙制份额。

（k）"管理普通合伙人"指的是________，任何通过合并、购买管理普通合伙人资产等方式购买了原管理普通合伙人的所有资产（包括本协议规定的全部合伙制份额和管理普通合伙人所拥有的全部权利），并承担了所有责任、义务和负债（包括本协议规定的管理普通合伙人所承担的全部责任、义务和负债）的继任实体。前提是该新管理普通合伙人取代原管理普通合伙人后美国联邦税务局对该合伙制的税务没有发生变化。

注释：本定义与第 19 节和第 20 节共同规定了普通合伙人，也就是公司型普通合伙人可以在以下 4 种情况下被其他机构收购，并且新的实体可以继续作为普通合伙人，而不需要有限合伙人或其他普通合伙人的同意。（1）新的管理普通合伙人接收原管理普通合伙人的所有份额，并承担合伙协议中规定的所有责任；（2）不会使合伙制的税务现状恶化；（3）根据第 19 节规定，并参考第 17 节规定，不会适用联邦证券法，也不会违反其他法律规定，合伙制将不会由于税务原因被终止，或者享受福利计划的投资人将不会失去 ERISA"计划资产"规定的豁免资格；并且（4）新机构必须根据第 20 节的规定接受并采用合伙协议。很多潜在投资人认为管理普通合伙人对于风险投资基金的成功至关重要，因此反对本条款。关于引入新的普通合伙人需要一致同意的有效性可参考第 5（C）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

节和第20（C）节。《美国修订统一有限合伙法》（“RULPA”）和6 Del. C § 17-801（3）允许有限合伙协议授予其他剩余普通合伙人在某个普通合伙人退休时继续持续经营该合伙制的权利。

（l）“合伙制的净资产价值”：特定日期的合伙制的净资产价值指的是由第24节条款决定的当日合伙制资产超过负责的金额。________

注释：净资产价值的定义被用于根据第15节规定计算管理费。很多时候资本账户不能反映所有未实现损益时，该定义和“累计资本账户”的概念一起被用于计算决定管理费。详见第1（f）节的注释。

（m）“合伙人”指的是任一普通合伙人或者有限合伙人，或者是所有的普通合伙人和有限合伙人。

（n）“合伙制”指的是根据本合伙协议组建的有限合伙制。

（o）“半年财政年度”指的是第24节所说明的含义。

注释：由于管理费半年一核算，基金采用半年度估值方法，因此本定义得以应用。

（p）“私募备忘录”指的是第6（a）节所定义的条款。

注释：出于多种原因，尤其是合伙制的经营目标条款（参见第6节），私募备忘录作为交易的依据将在本协议中被引用。

（q）“减值”指的是第15（e）节中所规定的含义。

（r）“SBA”指的是美国小企业管理局。

（s）“SBIC”指的是《小企业投资公司法》中规定的“小企业投资公司”。

（t）“SBIC法案”指的是1958年颁布的《小企业投资公司法》，以及之后的修正案。

（u）“SBIC基金”指的是根据本合伙协议由普通合伙人、合伙制基金、和其他合伙人共同组成的有限合伙制。

注释：只有在合伙制考虑自身或自身附属子公司作为小企业投资公司（SBIC）时才会使用上述第1（r）至（u）的定义。小企业投资公司（SBIC）被创建时本协议还将加入其他的特定定义。小企业管理局（SBA）提供了涵盖这些特定定义和条款的有限合伙协议模板。详见第3A章，第6节。

（v）“替代有限合伙人”指的是根据第17（h）节的规定接受原有限合伙人所有权利的被合伙制接纳作为新的有限合伙人的个体。

（w）“转让”指的是自愿或者非自愿的出售、交换、转让、赠与、留置、委托、质押、抵押，或者其他形式的质押或处理方式。

注释：此处采用广义的转让定义是为了避免并涵盖第17（b）节中列示的有可能会产生的问题。根据6 Del. C § 17-702（a）（4），除非在本合伙协议中另有规定，对于有限合伙制份额的抵押、赠与、留置、质押、债务负担等均不构成合伙人份额的转让。

（x）“撤回的普通合伙人”指的是其他普通合伙人撤回其投资。

注释：管理普通合伙人没有被授予撤回投资的权利。

（y）“撤回日期”指的是第21（b）所指的含义。

（z）“80%资产配置”和“20%资产配置”指的是第9（a）节对该术语的定义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注释：上述术语在合伙协议中通常被用于各种投票权条款，例如：有限合伙人有权享有 80% 资产配置中的 2/3。

（aa）“估值委员会”指的是第 24 节规定的含义。

注释：本协议中的机构投资人在估值委员会中对估值加以讨论，目的是对投资人缺失控制性的估值加以控制，因为估值一般由普通合伙人作出，而普通合伙人可能会为了获得更高管理费支付或为了计算出后偿利润份额而进行被高估的实物分配。很多风险投资合伙制没有设立估值委员会，因此相关事宜交由公告和仲裁程序。小企业管理局（SBA）印制了估值准则，并强烈建议小企业投资公司（SBICs）执行该准则。绝大多数小企业投资公司（SBICs）确实执行了并将该准则作为有限合伙协议的附件。详见第 3A 章，第 5. C. 节。该准则遵循了行业惯例。

2. 基金设立

根据于特拉华州修订统一有限合伙法案（下称“法案”）第 6 Del. C § 17-101 et seq. 的规定，普通合伙人和执行该合伙协议的有限合伙人共同设立有限合伙制，在其他合伙人根据合伙协议规定进入合伙制后，合伙制应遵循法案作为有限合伙制基金持续经营。

注释：根据设立合伙制基金所在的司法管辖区的规定，可能有时需要使用《美国修订统一有限合伙法》（“RULPA”）司法管辖区的表述，例如 1983 年 1 月 1 日后的特拉华州（在作出大量修正的基础上接受了“RULPA”），以及那些接受“RULPA”部分条款的州。如上文所议，处于这种情况的司法管辖区已经放开了有限合伙人的权利，而没有损害到这些有限合伙人的有限责任地位。参见第 6 Del. C § 17-303 的规定，该条款列举了更广泛的非 RULPA 条款的事项和情况，有限合伙人可以对这些事项进行投票表决，而不影响他们的有限责任地位（实际上，目前法律已经允许有限合伙人对本合伙协议中所列举的实质性事项进行投票表决）。但同时，该条款也规定了这些参与控制运营的有限合伙人易于受到法律制裁，原因是“根据有限合伙人行为准则，有限合伙人因为与有限合伙制基金进行交易而被认定为实质上的普通合伙人。”（1985 年修正案之前，RULPA 没有给予有限合伙人这种保护，有限合伙人参与这些事项被视同执行了普通合伙人的权力。）

根据 6 Del. C § 17-217 的规定，任何特拉华州或非特拉华州的非公司制和非合伙制法律实体都可以在不解散原有实体的情况下转换为特拉华州的有限合伙制，当然如果该实体不适用特拉华州法律的情况下不适用该条规定。该条规定使得原来只能通过并购或联营方式才可能实现的结果变得相对易行，并且能有助于那些原本根据当地司法管辖权被禁止通过并购或联营方式转为特拉华州实体的非特拉华州实体转为特拉华州实体。类似地，第 6 Del. C § 17-219 允许特拉华州的有限合伙制转换为任何形式的当地实体。这种形式转换的授权来自于合伙协议的相关规定，或者如果合伙协议未对此作出规定，则根据合伙协议中对合并和联营行为的规定执行。如果合伙协议中对合并和联营未作出规定但也未作限制规定，则形式的转换可以由所有普通合伙人一致批准，且 50% 以上份额或人数的有限合伙人的同意生效。

当合伙制基金和普通合伙人在企业设立所在地没有联系方式或者大部分联系方式都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在另一州时（例如普通合伙人公司所在州或者合伙制基金办公场所所在地等），就存在一个法律适用型的矛盾，也就是是否另一州的法庭将适用企业设立所在地的合伙制法决定内部事项。如果是后者，且另一州尚未接受《美国修订统一有限合伙法》（“RULPA”），则授予有限合伙人投票表决权可能导致有限合伙人的无限连带责任。详见注释，《外国有限合伙制基金》。当法律顾问被要求出具专业意见时，事态应该是比较严重。尽管如此，并不是所有的法律顾问都认为这方面会成为重要问题。假设采用合伙制形式的主要原因是获得税务认证，而有限责任地位处于次要考虑（争议可能存在于风险投资有限合伙制基金比专做石油天然气行业的基金或者其他投资工具拥有较少的责任风险，尽管最近持续增加的关于 SEC 登记的报表下风险投资基金所投资的公司可能会被出售，至少该风险投资基金是一个控股股东或者在董事会有席位）。在一个没有办公地点的司法管辖区成立风险投资有限合伙制基金从商业角度而言是可行的。一些设立在对有限合伙人限制加多的州的合伙制基金试图通过在合伙协议中加入以下文字来解决有限合伙人责任的问题：

合伙制可以根据任何能够进行业务运营的司法管辖区的法律设立，如果管理普通合伙人认为该类设立合理且必要，合伙制将作为一个有限合伙制在该区设立；同时要求所有合伙制都应该组成一个相同的合伙制完全按照特拉华州的《修正联合有限合伙制法案》执行。

在特拉华州以及其他实行现代化合伙制法律的州（如加利福尼亚州），为了组建一支有限合伙制基金，一个或者更多的人（担不是全部的普通合伙人）必须执行并获得一个有限合伙制执照。该执照必须列示有限合伙制的名称、有限合伙制的注册地址、程序服务中介的注册地址，以及每一位普通合伙人的名称和地址。在特拉华州，有限合伙制执照上的签字可以是穿孔签字，可以是加密签章，也可以是电子签名。[6 Del. C § 17-206（a）]

3. 名称

合伙制基金应以“________”为名进行运作。

注释：根据某些州的法律规定，合伙制的名称中必须含有有限合伙制的文字或者有限合伙制的缩写（例如 L. P.）以表明有限合伙人的有限责任。具体可参见 6 Del. C § 17-102（I）的规定。《美国修订统一有限合伙法》（“RULPA”）和一般的有限合伙制章程规定有限合伙人的名称可以不体现在有限合伙制基金的名称中，同时该有限合伙人也不会承担一般责任。尽管如此，1988 年特拉华州法修正案允许任意合伙人，包括有限合伙人和普通合伙人的名称都可以被用在有限合伙制基金的名称中（参见 6 Del. C § 17-102（2）），并且规定及时一个有限合伙人的名称被用在了有限合伙制基金名称当中，该有限合伙人只要不参与控制企业运营，就不会承担连带的一般责任（参见 6 Del. C § 17-102（d））。第 17-102（3）节当前的规定是，有限合伙制基金的名称除了必须有别于公司制企业和其他有限合伙制基金的名称外，还必须有别于信托、已注册的有限责任合伙制以及其他有限责任公司。

4. 注册营业处；主要营业地点

合伙制基金的注册营业处地址，以及为合伙制基金注册过程服务的机构的名称应为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

________，________，________，________，________，或者由管理普通合伙人决定的位于________的地点。

注释： 6 Del. C § 17-104（a）规定合伙制基金应有一个注册办事处和一家特拉华州的服务机构。公司可以不使用邮寄地址，通常使用的 Prentice-hall 企业系统公司和企业信托公司将像服务于公司制企业一样为合伙制基金服务。

1988 年修正案增加了 6 Del. C § 17-109，该条款规定普通合伙人或者清算受托管理人应按照特拉华州的民事诉讼程序办理，涉及有限合伙制在特拉华州造成的或其在特拉华州涉及的业务造成的法律诉讼，或者有限合伙制的普通合伙人或任何其他合伙人或清算受托管理人违反法律的行为，无论该普通合伙人或清算受托管理人是否在该行为发生时或者该收益产生时是一个普通合伙人或者一个清算受托管理人，都应按照特拉华州的民事诉讼程序办理。该节规定也包括了一个隐含的默认条款，以及普通合伙人和清算受托管理人服务过程的默认程序。请注意上述文中的注册机构条款只是涉及合伙制的服务过程。

合伙制应有两处办公室，一处位于________，另一处位于________。位于________的办公室应被指定为合伙制的主要营业地点，地址为________。管理普通合伙人可以将在主要营业地点的办公室变更或整合至管理普通合伙人决定的其他地点。

注释： 如果合伙制在其他州有办公室，那么必须核实该州的法律以确定是否所有文件都必须在该州归档以确保有限合伙人的有限责任地位，或者用其他办法也可以。如果该州确实没有任何相关法律规定为外国有限合伙人归档，而只是适用《统一有限合伙法》（“ULPA”），这种情况下最好为有限合伙制在该州建立一个保护性文件归档，以免产生有限责任的问题。参见《普通外国有限合伙制》第 47 页以及关于第 2 节的注释。

5. 期限；解散

合伙制基金的期限应该开始于同意为基金投资不少于表 A 所列金额的有限合伙人完成认购，同时有限合伙制的合伙执照按照法律要求保存在特拉华州的秘书公司的办公地点的日期。合伙制将持续到以下日期中的较早日期：

（a）2008 年 12 月 31 日，除非拥有 20% 资产配置中的 2/3 以上的普通合伙人和拥有 80% 资产配置的 2/3 以上的有限合伙人书面同意此日期被延长，因为这些合伙人将有权选择合伙制清算的日期。尽管有以上规定，管理普通合伙人仍然有义务向没有同意该新延长的日期的所有合伙人在新日期确定后 10 个工作日内发送书面通知。根据第 18 节和第 21 节的关于此点的规定，这些没有同意新日期的合伙人在接到管理普通合伙人关于新日期的书面通知后 30 个工作日内可以有权选择从合伙制种撤回投资，而无须经过普通合伙人的同意。

注释： 大多数风险投资合伙制基金有 10 年的存续期，并且预先规定了在征得大多数有限合伙人书面同意时可延长一年或两年的权力。不同意延长期限的有限合伙人有时会被授予撤回投资的权利。存续期必须足够长以使资金在一合理的期限内（例如 2～4 年）进行风险资本投资，并且足够使所进行的投资成长和成熟（例如另外的 3～6 年）。延长期限的条款是为了使所进行的投资成熟。除非取得下述所列的实物或股票分配，否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

则选择撤回投资的那些合伙人将致使资产组合的一部分被清算。小企业管理局要求小企业投资公司有限合伙制的杠杆工具最长不能超过 10 年或者再加上 2 年延长期。

应该注意到第 5（a）节有关投票表决权的规定要求必须征得拥有 20% 资产配置中的 2/3 以上的普通合伙人的同意。在本例中该条款实际上只要求了管理普通合伙人的同意，因为本例中管理普通合伙人拥有 20% 资产配置中的 99%。在一些有限合伙制中，有限合伙人要求至少一方其他普通合伙人（甚至某一个固定的有名的其他普通合伙人，因为有限合伙人可能是由于该知名普通合伙人会参与基金运营决策所以才对该基金进行投资）同意该延长存续期的行为该行为才可生效。

很多风险投资协议没有赋予不同意延长存续期的合伙人在原定到期日撤回投资的权利。尽管如此，很多机构投资人仍至多至少视该投资为一个固定期限的投资。

（b）2005 年 12 月 31 日之后至 2008 年 12 月 31 日之前的任何一天，前提是拥有 20% 资产配置中的 2/3 以上的普通合伙人和拥有 80% 资产配置的 2/3 以上的有限合伙人一致同意在该日期解散合伙制。

注释：该条款允许合伙制在运营状况不佳或者基于其他原因时在一个特定年限（一般是 7 年）后终止。通常机构有限合伙人会坚持拥有选择提前终止的权力，以在必要时减少或者停止损失的扩大。普通合伙人将会更愿意防止某一有限合伙人拥有根据自己的选择提前收回份额的权力，因为这种权力将会使得某个有限合伙人在他不同意普通合伙人作出的某项投资决定时根据自己的选择撤回投资，同时也会表现得类似《1940 年投资顾问法》中规定的为有限合伙人提供咨询顾问的服务关系。普通合伙人希望避免根据该法案的注册，因为该法案第 205 节禁止注册的顾问公司通过资本利得分配获取补偿。除此之外，注册的投资顾问公司将被要求制定详细的账务记录以及《1940 年投资顾问法》中规定的其他多项要求。没有人会接受在在风险投资公司（例如这是一家小企业投资公司）做主席的职位如果他只是一个投资顾问，而且多年以来风险投资合伙制基金的普通合伙人一直视自己为一个投资公司的内部经营者，也就是更像一个主席，而不是外部的咨询顾问。为了明确这两种关系的区别的特征，也就是一个内部公司经理和其股东的关系以及一个外部咨询顾问和其客户的关系，例如禁止个人股东从公司收回投资（相对于对其在公司股份所进行的转让行为）。一些法律顾问为了证明确实不存在投资咨询顾问关系会要求合伙制基金有一个最短的期限要求，例如 5 年，在该期限内无论普通合伙人的意见如何，投资人都不能根据自己的要求收回投资。另外一些法律顾问认为根据合伙制相关法律要求确实存在一些方式可以使有限合伙人缩短合伙制的存续期间至 5 年以内（例如解除普通合伙人）。这些方式受到的限制较少，而且可以在任何时候，只要大多数有限合伙人同意就可执行。根据我们假设的主席/公司/股东关系，这些方式与自愿解散没有区别。风险投资基金关于投资顾问法的问题和解决方法的具体讨论请参见名为《私募和公募风险投资基金关于投资公司法案和投资顾问法案的几点考虑》的书的第一部分的相关章节，尤其是关于《1940 年投资顾问法》第 205 条中第 205-3 项规定的讨论，该项规定允许了投资顾问可以通过资本利得的方式获得补偿。

（c）管理普通合伙人解散的日期（除非该解散是符合第一节所述的管理普通合伙人的定义，由于管理普通合伙人被一个继任法律实体收购造成的）；管理普通合伙人根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据破产法申请自愿破产清算的起始日期；管理普通合伙人根据破产法进入破产救助程序的日期；或者管理普通合伙人书面承认自身无法在到期时支付债务或者为维护债权人的利益作出补偿的日期；或者管理普通合伙人财产和事务的接受方被指定的日期（或者管理普通合伙人由于重大事项被拥有20%资产配置中的2/3以上的普通合伙人和拥有80%资产配置的2/3以上的有限合伙人一致同意解除的日期）。

注释：根据6 Del. C § 17-402（a）（9）的规定，申请解散（或者是等同的形式）公司普通合伙人，或者是收回其许可证，都是能导致合伙制解散的“撤回事件”（但是，这一点也取决于合伙制协议的具体规定或者合伙人解散该公司后的行为，而非绝对的）。具体请参见第20（c）节的规定。这种情况下，公司如果决定解散公司制的普通合伙人，合伙制也就被解散了，至少一方现存的普通合伙人的业务经营也将被终止[该规定详见6 Del. C § 17-801（3）]，除非对公司普通合伙人作为收购的一部分进行技术性解散，继任法律实体将接替作为管理普通合伙人，因而合伙制将不会被解散。[如果对后一种方法是否在特拉华州以外的接受《修订统一有限合伙法》（“RULPA”）的州是否被允许仍存有疑虑，在剩余普通合伙人接收一个新的普通合伙人和行使合伙制基金运营权之前必须事先取得所有成员的同意，在没有接受RULPA的州，本论述也许并不能成立。见对于1（a）节的注释]。

在本协议中第二种解散事件的发生是由于公司普通合伙人的破产，同时这也是一种可以导致合伙制解散的“撤回事件”。因此破产将导致解散是事先决定的。破产的定义来源于《统一合伙制法案》第6 Del. C § 1502（1）的破产定义。该定义包括了《联邦破产法案》（现在被称为《联邦破产准则》）下规定的所有“破产”形式。上述用语是州法案和联邦法案的混合概念，也即如果管理普通合伙人在上述法律范围内破产合伙制将被解散。

一些风险投资合伙制加入了一个特定条款（参见括号内所引条款）以允许有限合伙人解除管理普通合伙人[参见6 Del. C § 17-303（b）（8）（e）]，而不破坏有限合伙人的有限责任地位，通常是由于重大事项发生。这足够说明第6 Del. C § 17-15601中解散合伙制的一般权力消除了加入因故解散条款的需要。

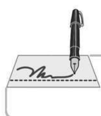
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章

风险投资的投资运作

——商业计划书



本章摘要

成功的商业计划书是创业者自己创业思路的总结，是自己融资目的的宣言。风险投资家首先面对的是创业企业的商业计划书，好的商业计划书是企业融资的敲门砖。企业获取风险投资的第一步是书写一篇合格的商业计划书。一般地，商业计划书需要具有一定的内容和业内通行的基本形式。本章重点介绍商业计划书的重要性，书写的内容、格式，并为读者提供了一篇商业计划书的案例。



关 键 词

商业计划书　管理团队　风险—收益平衡分析

第一节　商业计划书——重要性

商业计划书是一份创业宣言，是创业者对其项目发展蓝图的完整描述，是企业吸纳资金的敲门砖，是风险投资家对初创企业进行综合评估的依据，也是创业者与风险投资家之间进行全面沟通的桥梁。商业计划书就是企业的电话通话卡片。商业计划书的质量高低，往往决定了融资的成败。

商业计划书是一把双刃剑：对内，它能够帮助创业者理清项目的发展思路；对外，它是融资的主要手段之一。商业计划书的写作能够帮助创业者审视自己创业的目的。因为创业初期，人们对于一个酝酿中的项目，往往很模糊，通过制定商业计划书，能够使自己的心静下来，把自己的思路梳理清楚，有利于逐条推敲。这样，创业者就能对这一项目有更清晰的认识，使思维更接近理性和现实。创业者书写商业计划书的目的是为了打动风险投资家的心，而商业计划书的书写过程是把计划中要创立的企业推销给创业者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自己的过程。创业者本身首先要建立自己对于创业的信心、热情和美好前景的憧憬。对外，商业计划书是企业家向投资者宣讲自己的范本，商业计划书是要把自己的企业推销给天使投资家、风险投资家或其他投资者。

一份优秀的商业计划书是成功的基石，但并不是全部。创业者和风险投资家的会晤是关键。创业者应当在有一份具有说服力的商业计划书的同时，具备个人魅力和表达能力。只有创业者能够说服风险投资家，自己的项目是有竞争实力的，可以保证风险投资家的最大利益，才能使风险投资家信服地对自己进行投资。创业者要学会站在投资者的角度思考问题。创业者最忌讳的是缺乏对于投资者利益的考虑。一些创业者在书写商业计划书时，往往过多强调自己企业的未来远大前程，而忽略了投资者的潜在收益，他们忘记了，如果没有吸引人的投资回报，投资者是不会冒风险投资的。

一份内容详细、经得起反复推敲的商业计划书，对于创业者能否顺利地融到资金以及未来的发展具有关键性的作用。商业计划书是融资的敲门砖，一个热情洋溢，又理智分析的商业计划书能够吸引风险投资家的注意和青睐，风险投资家才有可能和创业者进行会谈，造成投资的可能性。因此可以说，商业计划书是获取风险投资比较关键的一个环节，是创业者融资是否成功的关键。

此外，商业计划书的重要性还表现为：

准确地说，风险投资家并不属于创业者的亲戚或朋友。他们是一群陌生人，然而他们本身已经事业有成，具有一定的资本金。他们心怀创业的激情，愿意以资金，以自己的经验与智慧帮助他们认为具有前途的创业家共同创业。对于他们来讲，创业家也是陌生人。商业计划书是连接这两个陌生人的一架桥梁。

如前所述，商业计划书不仅能够帮助潜在投资者了解创业企业的概况、发展前景、现金流及其他财务状况。更重要的是，它能够帮助创业者自己梳理自己的创业理念，分析自身的优劣势，发掘自己企业的发展前景，找到企业前进的瓶颈。正因为上述原因，商业计划书最好由创业者本人书写，而不要找别人替代，利用抄袭或购买的方法提供的商业计划书完全没有起到上述作用，这种商业计划书如同废纸一张。因为真正的创业理念，核心的科技概念，重要的市场开发潜力，只有创业者本人最清楚。只有创业者本人亲自动笔，才能表述创业的精华，才能真正打动投资者的心。

创业者本人应当凭借书写商业计划书静下心来，很好地梳理自己的思想、自己的创业理念，发掘自己的核心竞争力。很多创业者在书写商业计划书的过程中，发现了自己的弊病，或进一步升华了自己，看到自己从未看到的发展潜力或竞争优势。创业者应当把商业计划书的写作看成是梳理自己思想的一种必修课。

对于企业融资来说，商业计划书虽然必不可少，但一个言简意赅的商业计划书的执行摘要是至关重要的。事实上，由于风险投资家大都收到很多商业计划书，他们在最初并没有时间逐一浏览。在项目初选阶段，他们一般只阅读一页纸的执行摘要。所以，在向风险投资家或风险投资机构递交商业计划书时，最好先递交执行摘要。一旦风险投资家感兴趣，他们会主动向企业家索取完整的商业计划书。

商业计划书虽然十分重要，但创业企业绝不能仅仅依赖商业计划书来实现融资目标。活跃在美国麻省的一位风险投资家指出，在创业一年之内，大约有 50% 的创业企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业会全面和局部地修改其商业计划书中的企业模式。① 马里兰大学商学院的学者们对于在1999年到2002年的718家寻求风险投资的企业进行了问卷调研，其中58家成功获取了风险投资。他们的研究发现，商业计划书的质量并不是企业是否获取风险投资的决定性因素②。这项研究在业内引起激烈争论，因为在实践中，商业计划书的好坏的确是企业是否可以获取风险投资的重要的，虽然不是唯一的环节。

第二节 商业计划书——必要内容

一、商业计划书的四大要素

商业计划书不是长篇大论的学术报告，而是寻求融资的敲门砖。商业计划书一定要融会贯通，言简意赅。商业计划书的四个要素是：人；机会；环境；风险/收益均衡分析③。

（一）人

人是最重要的，也是第一位的。创业是要靠人，商业计划书是向人（投资者）推销人（创业者）。创业的成功不仅仅靠创业者，还要靠其他群体，包括谁来创业，谁是消费者群，谁是供应商，谁是专利持有人等等。风险投资家十分关注管理团队的素质、能力及决心。绝大多数投资家认为管理团队是每一笔风险投资成功的关键。

虽然创业者的简历作为附录放在商业计划书的后面，但投资者却往往首先翻阅这些简历。看看他们有什么教育背景，什么经历和经验。他们认识什么人，是否创过业，创业是成功还是失败，他们具有什么业绩，是否具有相关工业经验，以及他们是否是一个互补的团队。

商业计划书是融资的敲门砖，但仅仅是敲门砖而已。风险投资家在投资前，一定会实地考察创业者的状况，看看他们是否与商业计划书中的描绘一致。企业的真正经营状况是企业是否能够获取风险投资的核心。投资者对于创业团队的考察有些像中医的“四诊法”，即“望、闻、问、切”。望：首先是对于创业者的观察，看他们是否有自信心，是否身心健康，是否具有耐心，是否可以合作。闻：即从其他的来源听一听人们对于创业者的看法，如公司员工、家人、朋友、供应商、市场等等。问：就是向创业者提出问题，如企业的经营状况，财务状况，现金流，生产和销售等等。切：就是亲自去创业企业，看看现实是否与企业家的书面描绘一致。

风险投资家更重视创业者的失败经历。他们认为成功是从经验中来，而经验是从失败中来。成功的创业者可能会有许多偶然因素，而失败的创业者往往痛定思痛，学习到很多东西。一些风险投资家偏爱失败过但东山再起的创业者，认为这种人有毅力，有意志，也有韧性。迪斯尼公司曾经7次宣布破产，而福特汽车公司也两度破产。失败没有

① April Joyner, “Will Your Business Plan Attract VCs?” Inc. Jun 10, 2009.

② D Kirsch, B Goldfarb, A Gera. Form Or Sustance: The Role Of Business Plans In Venture Capital Desion Making [J]. Strategic Management Journal, 2009, May, Vol. 30.

③ William Sahlman. How to Write a Great Business Plan [J]. Harvard Business Review, 1997, July-Aug.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

什么可怕，可怕的是失败了便一蹶不振。我们应当承认失败，容忍失败，接受失败，而不是一味地颂扬成功。我们的创业宣传应当不仅讲成功的故事，而且还应当多多讲述失败的故事，尤其那种失败后，仍旧不屈不挠，继续努力的创业者。在哈佛商学院所通用的教学案例中，有许许多多失败的案例。因为失败的故事更深刻，更发人深省。人们可以从失败中认识到深层的寓意，而不是表面的东西。成功固然光荣，失败也并不耻辱。那种“胜者王侯，败者寇”的传统思想值得推敲。Mayfield 风险投资基金的基金管理人 Bill Unger 把一个创业者是否有过失败的经历作为他投资标准的重要因素。

（二）机会

商业计划书中必定要有很大篇幅阐述机会。机会包含四大内容：（1）企业所在的行业是否是朝阳行业？（2）产品/服务是否具有竞争力？（3）商业模型：即采取什么方式赚钱？如果企业所在行业正在蓬勃兴旺，如果他们的产品/服务具有很强的竞争力，那么，企业用什么商业模型来盈利？对于商业模型的描述是讨论“机会”的重要内容。既然有商业机会，就说明市场存在一些没有解决的问题。对于这些问题，创业者有什么具体的解决办法，以及解决办法的实施途径。（4）竞争对手：谁是企业的竞争对手？如果没有现实的竞争对手，有没有潜在的呢？什么是企业的特殊性？什么能够使得企业具有竞争力？

（三）环境

环境主要指宏观经济环境，政治环境和法律环境。在作者撰写这本书的同时，金融危机的火焰从美国燃到全世界，随着金融危机，世界经济进入了二战以后最为严重的经济衰退。这种宏观经济环境必然给创业者带来极大影响。除了宏观经济环境，还有宏观政治环境，宏观法律环境。假定一个国家处于政治动乱之中，创业与投资都会遇到不可逾越的障碍。另一方面，国家的法律法规、方针政策都会对创业的成功与失败带来直接的影响，尤其是国家的税收政策，因此对于创业的税收鼓励政策是商业计划书中必不可少的内容。

（四）风险—收益均衡分析

任何创业都具有一定的风险，为创业者提供外部资金来源的风险投资家更面临各种不确定性带来的风险。人们往往有一种误解，认为创业者都是喜欢风险的。事实上，创业者不是喜欢风险，而是更喜欢机会。对于创业者来说，市场机会的吸引力大大地压过了他们对承担风险的顾虑。创业者常常是乐观主义者。他们先看到机会，看到可能的成功，看到美好的未来。他们常常对于风险、困难、资金缺口没有足够的认识。在风险与收益之间，他们看收益多于风险。正因为这样，风险投资家在对创业企业的投资时往往比较慎重。如前所述，创业者一定要站在投资者的角度考虑，不能仅仅考虑自己的企业如何赚钱，如何发展。而是设身处地地为投资者着想：“投资者为什么对我的企业感兴趣？他们为什么投资？他们在什么情况下可以投资？而在什么情况下将拒绝投资？”在企业的商业计划书的风险/收益分析中，企业家一定要有对于投资者如何退出，在什么时候退出，以及以什么收获退出等等加以详尽说明。不站在投资者的角度，而单纯站在自己企业角度考虑的创业者往往不易获取风险投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、商业计划书的写作原则

一般地，写作商业计划书要遵照如下原则。

（一）清晰、客观、简洁

创业者应当知道，风险投资家每天都要阅读很多份商业计划书，而其中能够引起他/她的兴趣而认真阅读的为数甚少。因此，好的商业计划书必须在几分钟的时间里就能抓住风险投资家的注意力。商业计划书中很重要的一个部分是一个简洁摘要或概述。这份摘要和商业计划书内容上非常相似，只是篇幅稍短（通常 1~2 页以内就可以了）并且较少涉及细节问题。一份好的商业计划书摘要可以一下子打动投资家的心，要使投资者能够在最短的时间内了解公司的概况，以及企业特点与优势。

商业计划书不是融资的终结，而是开始。因此一切数字都要尽可能做到言之有据。投资者最忌讳的是不切实际地夸大未来收入的潜力或者过度低估成本。

（二）创业者自身思路的梳理

如前所述，商业计划书一定要创业者亲自书写。只有创业者本人才能写出创业的激情，写出创业的愿景，写出创业的全力以赴精神。书写商业计划书是创业者梳理自己思想的一个过程，它可以使企业家在创业的激情上加入冷静思考的成分，用相对理性的眼光来考察企业生存的外部空间和内部强弱要素。写作商业计划书最耗费时间的是对于市场的全面调研，广泛收集各种信息资料。认真进行行业分析和对发展前景的思考，弄清楚企业的使命，企业面临的挑战、机遇和不确定性，以及企业所处的行业的发展状况。

（三）技术与市场的位置

商业计划书关于技术与市场细节可以用附录的形式放在最后。技术含量是一个企业具有竞争力与否的重要条件之一，但绝不是唯一条件。在很多情况下，投资者最重视的不一定是企业的科技含量，而是企业的增长性，企业是否具有快速增长的潜力。不少创业者是技术工作出身，他们喜欢在商业计划书中用大量的篇幅描述其技术的创新性和专一性，而忽略了最根本的一个问题，即技术如何向市场转化。技术问题十分重要，但市场、产品、行业、商业模型更为根本。

（四）换位思考

在写作商业计划书的全过程中，创业者应该站在风险投资家的角度对自己的商业计划进行评估，设身处地，假定自己就是风险投资家，自己在用自己辛苦积累下来的资本进行投资，这种投资可能给自己带来什么风险？在作出投资决策之前，自己应当慎重地考虑什么因素？包括：预期收益、风险防范、商业模型、退出策略等等。

（五）少愿景，多细节

很多创业者在自己的商业计划书中费尽篇幅描绘自己创业的美好前景，而忽略了创业过程的细节，而细节正是风险投资家的关注点（见图 5.1）。①

① Jay Schwartz，Ph. D.，Member-Boston Harbor Angels，2007，Preparing For A Visit From angels.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



"An admirable plan, Mr Gribbs, but short on detail."

"Gribbs 先生，你的商业计划书真不错，可惜缺少细节。"

图 5.1 风险投资家与创业者的对话

三、商业计划书注意事项：9+14

商业计划书可能会根据不同的行业，不同的产品，不同的地区，不同的消费群体而不同。但无论什么样内容的商业计划书，都少不了要回答如下具体的问题，包括关于商业模式的九大问题，及关于创业者的十四点注意事项①。

商业计划书中关于商业模式的叙述必定要能够回答九大问题。

（1）谁是企业的消费者？

（2）消费者是如何决定是否使用你们的产品/服务？

（3）在什么程度上你们的产品/服务使得消费者不得不购买？

（4）你们的产品/服务是如何定价的？

（5）你们的产品/服务是如何进入你锁定的消费者群体的？

（6）对于你们的产品/服务，每增加一个消费者的成本（时间和资源）是多少？

（7）你们的产品/服务的生产、营销成本是多少？

（8）为每一个消费者提供销售及售后服务的成本是多少？

（9）保留现有的消费者的成本是多少？

在商业计划书中，除了关于商业模式的上述九大问题以外，更重要的是要详尽地说明创业者本人及创业者团队的情况。人的问题始终是创业是否能够成功的决定性问题。关于创业者的十四个注意事项如下。

（1）创业团队是哪里人？

（2）他们在哪里受的教育？

（3）他们在哪里工作过，为谁工作过？

（4）他们过去无论在事业上还是在个人生活中取得过什么成绩？

（5）他们在自己的商业圈中的信誉如何？

（6）他们有多少与本次创业相关的经验？

（7）他们有什么技巧、知识和能力？

（8）对于他们创业成功的几率和面临的困境，他们是否有充分的比较现实的认识？

---

① William Sahlman. How to Write a Great Business Plan [J]. Harvard Business Review, 1997, July-Aug.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（9）这个创业团队是否需要加强，还需要增加什么样的人？

（10）他们是否愿意吸纳更有经验、更有能力的人加入？

（11）对于创业中不可避免的各种困难，他们将如何对应？

（12）他们是否具有创业的胆量？

（13）他们是否全力以赴？

（14）他们创业的动机是什么？

对于创业者及其创业团队的上述问题是风险投资家比较关注的。表面上，风险投资家投资的是企业，事实上，他们真正投资的对象是人，是创业者本人，是创业团队。如果商业计划书中能够提供上述细节，将有助于风险投资家了解创业团队，帮助风险投资家形成投资决策。

第三节 商业计划书——基本形式

商业计划书没有一个统一的格式。下面仅介绍一种格式，读者可作为参考。一般地，一个完整的商业计划书应由以下十一个方面的内容构成：商业计划书摘要；创业者宣言；企业介绍；技术和产品（或服务）；市场和行业包括营销策略；竞争；风险/收益分析；管理团队；资本需求额；财务计划；附件。

一、摘要

摘要是商业计划书的亮点。摘要提纲挈领，言简意赅。一个商业计划书能否一下抓住风险投资家的注意力，全在它是否有一个出类拔萃的摘要。摘要是眼睛，是灵魂，是商业计划书的整体概括。它浓缩了商业计划书的整个内容，是商业计划书的精华所在。一般情况下，风险投资家都是通过阅读商业计划书的概要部分获取信息，来判断是否有进一步阅读商业计划书的必要性。可见，概要部分的重要性不言而喻。其描述一定要条理清晰、文字简洁、内容客观、逻辑严密，使人一目了然。

二、创业者宣言

一般地，创业者宣言是创业者理想的概括，是创业者对于自己创业使命的总结，是商业计划书的一个命题。创业家宣言往往仅是一句话，而这是至关重要的一句话。创业者向投资者，向市场，向社会，也是向自己概括了自己创业的目的。这句话即为创业者宣言（Mission Statement）。

三、企业介绍

商业计划书中的企业介绍不是一般意义上的企业概要，而是包含了企业发展目标、市场竞争策略、企业发展策略等更为全面的内容综述。它在概述有关企业简介的基础上，进行更为全面的补充和细化。具体包括以下一些内容。

（1）基本情况，包括企业名称、地点、成立时间、注册资本、主要股东、股份比例、主营业务、以往经营业绩、主要管理者介绍；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）企业业务范围；

（3）企业成长目标；

（4）企业组织结构；

（5）企业人力资源发展计划，包括人才招聘计划、员工培训计划、报酬及分红体系和激励机制等；

（6）介绍企业聘请的财务顾问、会计师、律师、银行家，包括费用情况和业务往来情况。

四、产品或服务

在这里，商业计划书要准确描述企业将推出的产品和服务，这些产品和服务能够给消费者或厂家带来什么利益和福利。在介绍产品和服务时，要避免用太多的专业术语，而把重点放在描述产品和服务的用途和好处上，同时解释有关产品的专利、商标，或专有技术；如有可能，提供有关的政府批文。

商业计划书的核心是提出一项产品或服务，以及它对最终客户的价值。产品或服务的市场价值主要表现在两个方面。

1. 技术的独特性

风险投资家希望企业的产品或服务在技术上独具匠心，在手段上标新立异，只有这样，才能提高产品的技术进入壁垒。而产品的技术进入壁垒越高，产品就能以比较高的价格进入市场。

2. 技术的利润性

再好的技术，如果没有巨大的盈利前景，风险投资家也不会予以重视。

上述两点恰恰是企业特有的优势。

五、市场营销

有人把企业比作以营销为核心的集合：一个企业只有两个部门：市场营销部门以及为它服务的部门。企业能够销售什么，市场的需求是什么，企业就提供什么样的产品/服务。没有销售，企业就没有收入，也就无法生存，无法持续发展。

对于一种产品而言，技术的先进性并不说明市场先进性，只有能真正满足市场需求的技术才是可行的技术。产品是否为客户所购买，决定着企业的成功与失败。技术成果不一定等于商品的实用性，科技成果向市场的转化是关键。从某种意义上说，一个企业的成功与否取决于它的市场营销能力。

商业计划书中相当重要的一环是对于市场潜力的分析，是对于企业市场营销策略的分析。对于市场营销的分析中还应包括对于企业所在行业的分析。例如，企业产品在行业中发展程度如何？行业的发展动态如何？创新和技术进步对行业的影响如何？经济发展、政府政策对该行业影响程度如何？企业应描述出将要进入的行业全貌，指出影响该行业发展的关键因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

六、竞争

商业计划书成功的一个重要的因素是对于市场竞争的分析。只要有机会，就会有竞争。有的创业者宣布他们没有竞争对手。事实上，只要是有市场的产品/服务，就有竞争的存在，即使没有现实的竞争，也会有潜在的竞争。没有竞争对手的状况只有两种：你们所谓的市场根本就不存在，或者你们没有意识到现实的及潜在的竞争者。市场是商品经济的活动载体，哪里有商品，哪里就有市场；哪里有市场，哪里就有竞争。竞争是企业求得生存和发展的必由之路。对于创业者来说，必须认真考察了解市场竞争状况，做到未雨绸缪。

如果在商业计划书中没有对于市场竞争的分析，投资者往往认为创业者没有做好功课，没有发现竞争者；或者夜郎自大，没有虚心创业，一步一个脚印的工作作风。这种商业计划书很难为企业吸引投资者。

七、风险—收益分析

一些创业家在商业计划书中明确表示，投资于自己的企业，投资者将面临很小的风险，或无风险可言。然而，这种认识只能说明创业者对于风险及风险与收益关系的无知。

在商业计划书中，创业者应当明确投资风险，并指出承担这种风险会给投资者带来的潜在收益。在指出企业在未来发展中各种各样潜在风险的前提下，为投资者指出光明的盈利前景。没有诚实的、坦白的风险分析，不可能形成一个具有说服力的商业计划书。

创业的风险包括：技术风险、市场风险、工艺风险、生产风险、政治风险、宏观环境风险、法律风险、政策风险、汇率风险，当然最大的是人的风险，即管理层的风险。风险投资家特别希望创业者能对企业的潜在风险进行全面的分析，这主要是由于：一方面，投资者可以了解创业者的风险意识；另一方面，也为投资者的风险评估工作提供了依据。对可能出现的风险，无论大小都要认真对待，以确保投资者的投资安全。

在全面分析各种风险的前提下，商业计划书还应提出投资回报与退出机制问题。这是投资者非常关心的问题，也是投资者最终作出投资决策的依据。创业者不要忘记，投资者进行投资是为了获得较为丰厚的回报。因此，创业者在商业计划书中必须预测风险投资家的投资回报率。

八、管理团队

一个企业能否最终获得成功，除了拥有好的技术、产品和市场外，更重要的是一个强有力的管理团队，以实施商业计划。风险投资之父，美国哈佛大学教授 Doriot 的至理名言："我宁可投资于第一流的创业团队，第二流的项目；也不愿投资于第二流的创业团队，第一流的项目"。（"I Preferred a Grade 'A' entrepreneurial team with a Grade 'B' idea to a Grade 'B' team with a Grade 'A' idea".）一个并不非常出色的商业计划由一个一流的管理团队去操作，往往会获得成功。因为第一流的管理团队会根据客观状况修

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

改原来的计划，使之具有实施效益。相反，一个出色的业务计划由一个平庸的团队去操作，往往夭折。

一个优秀的管理团队至少应具有以下特点：

（1）共同的目标和价值观；

（2）品质、能力、经验等等，优势互补；

（3）一般至少两三个人，但人数不宜过多；

（4）能够团结一致。

无论是风险投资，还是天使投资都强调人的因素的重要性。2006 年美国天使投资 Hans Severiens 奖得主、美国 Tech Coast 天使投资团的负责人 Luis Villalobos 指出，天使投资最重要的是选对创业团队，尤其是创业团队的 CEO。他认为，他所投资的 CEO 必定具有无瑕的人品，正直无私，全力以赴地工作，敢于负责任，敢于承担风险；这个人要深知商业模型，能够观察细节，又顾全大局。

对于许多风险投资家来说，人仍然是第一重要的。他们选择投资项目时，管理团队是最重要的考察对象。著名风险投资家 Bill Unger 曾经总结了他本人选择企业家的六个标准。他认为，这些企业家必须具有下述特征。

他曾经失败过，并吸取了沉痛的教训。只有失败过的人痛定思痛，才能够真正从中吸取教训。这样的创业者已经用别人的钱交了“学费”，他们一般比没有失败过的人更有经验，更有毅力，也更有韧性。

他雇佣的人，曾经被很快地提升到很重要的位置。企业家应当可以“慧眼识珠”，他们具有识别人的能力。一个企业要做好，最终还是要靠人，靠一个有执行能力的团队。

他经历过各种不同岗位的转型，企业家要有变通的能力。创业时，企业随时要调节自己的商业模型，以适应市场日新月异的变迁。一个企业家若曾经适应过不同的岗位，他们的这种应变能力就相对强些。

他曾经在小公司里工作过。我们知道，大公司的工作分得十分细致，每一个人只是熟悉一个部门，或一道工序，而不懂得各个部门的联系，缺乏全局的概念。而在小公司中工作过的人恰恰是“多面手”，能够应付各种情况，能够做好部门间的协调。

他不拘小节，不怕那些细致的具体的工作，甚至不惜打扫厕所，这里从细节出发是关键（Details Oriented）。那些只会作宏大规划，不能从细节入手的人是不能够管理好企业的。

他不急于求成。创业是一个艰巨的、长期的事业。缺乏耐心，没有长远打算的人是不可能成功的。过于急于求成的创业者不仅耐心不够，韧力不足，他们还可能目光短浅，不是风险投资家的首选。

九、融资需求

商业计划书中应当明确融资额度及融资模式。如融资 500 万元，出让股权 15%；或融资 800 万元，出让股权 20% 等等。

很多创业者在其商业计划书中没有明确的融资要求，希望投资者自己提出投资额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创业者认为，投多少钱，出让多少股份都是可以商量的。他们没有明确所需资金量，言外之意：钱不怕多，越多越好。然而无论从企业发展考虑，还是从创业者本身考虑，融资的额度应当以适度为准。何谓“适度”？适度是企业能够用于正常运行的最低额度，即企业最需要的资本额。融资额太低固然不能满足企业发展的需要，但融资绝不是越高越好。融资额越高，企业出让的股权就越多，付出的代价就越大。

十、财务计划

企业应提供最近 1~3 年的财务报表及当期财务报表，包括资产负债表、现金流量表、损益表和年度财务报表，以供风险投资家分析企业的财务状况。对于初创企业来说，虽然损益表不一定能反映真实情况，但可以考察创业者对财务管理重要性的认识。详见本章附录。

十一、附件

商业计划书一般都具有附件，以提供相关的证明资料，包括市场调查表和市场调查报告及相关参考资料。

按照美国小企业局公布的要求，商业计划书的上述内容可综合为四个部分：公司介绍；市场营销；财务计划；管理结构，外加附件。

第四节 商业计划书——弦外音

一份优秀的商业计划书无疑是创业者成功的基石。当一份好的商业计划书，遇上一位更加优秀展示者，成功近在咫尺。所以，很多时候，创业者和风险投资家的会晤才是成功的关键。创业者应当拿着一份具有说服力的商业计划书，敲开风险投资家的办公室，介绍项目的投资机会，并且充分展示自己的个人魅力，吸引风险投资家的眼球和他们手里的资金。于是，在本章的最后，作者将用一节的篇幅，向读者介绍这份文字之外的商业计划书。

一、成功从第一眼开始

虽然，很多人不相信“一见钟情”，然而在风险投资领域，如果创业者不能给风险投资家一个完美的第一印象，可以肯定他不可能成功！

“我不会跟一个穿得像鳄梨一样的女士谈生意。”

风险投资家史蒂夫·布罗托曼（Steve Brotman）在其职业生涯的初期，曾遇到一个前来办公室拜访的女子。

那名女子从头到脚穿着一身墨绿色的衣服，从提包里拿出一份商业计划书，想要筹建一家公司，公司名字里带有“鳄梨”（Avocado）两个字。

“不管我是否感兴趣，你从一开始就失败了。”现为纽约风险投资基金 Greenhill SAVP 董事总经理的布罗托曼对那名女子说，“我不会跟一个穿得像鳄梨一样的女士谈生意。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、推销项目，推销自己

风险投资家都会同意这样一个观点——他们投资的是人，而不是创意。然而，创业者在推介项目时，最容易忽视的环节就是介绍自己。

风险投资家布罗托曼说，“项目推介就像是第一次约会”，很多创业者根本不做自我介绍，更不要说推介自己。他们往往只是给个名字，递张名片，或者直接开始介绍项目。

布罗托曼还强调，如果创业者之前有过一些成功经历，就应该讲出来，自我谦虚很可能会坐失良机。

除了自我介绍，创业者还应该介绍自己的团队成员，并让其开口说话。风险投资家说，他们需要了解项目中的其他成员，并且判断他们是否值得信任。

加州的 Canaan Partners 公司是一家从事技术和医疗企业的风险投资机构，公司管理层表示，这些年来他们经历了很多糟糕的项目推介会。有一次，某个创业企业的首席执行官（CEO）正在激情澎湃地介绍自己的商业计划，而企业负责销售的副总裁却在一旁打瞌睡！可以想到，Canaan Partners 公司最终没有给那家企业投资。

三、小语言，大收获

创业者做项目推介时应避免使用专业术语，即使有不得不用的情况，也要说得简单明了，并且最好能用类比的方式，让听众容易联想到他们熟悉的事物。“我总是说，把这些对你妈妈说一遍”，纽约一家私人投资管理公司 Ascend Venture Group LLC 的合伙人凯丽·沙奇（Kylie Sachs）说，“用你妈妈能听懂的方式说话。”

风险投资家表示，项目推介时还应力求语言的连贯流畅，不能东拉西扯；回答问题不要遮遮掩掩，尤其是当投资者以不同方式多次询问同一问题时，要以深思熟虑和推心置腹的态度，来解答投资者对商业计划存在的疑惑。

四、推介会只是敲门砖

每个创业者都希望能给投资者留下深刻的印象，然而他们往往认为这样的机会只存在于项目推介会上——推介结束胜负即出，游戏结束。风险投资家布罗托曼说，“我经常觉得奇怪，有那么多创业者做过第一次推介后，便从此杳无音信了”。

风险投资家每天都会收到很多会面请求，如果他们邀请你去介绍商业计划，那就说明他们对项目、对你都真地很感兴趣。所以，即使创业者在初次会面后得到否定的回答，也应该和风险投资家继续保持联系。因为，即使这个投资者不能对你提供资金支持，但他也许会和别人沟通，并且让你认识愿意出资的人。

风险投资家提示说，进一步解释初次会面中提出的问题，是一个与投资者再次联系的很好方式。因此，创业者应该在推介结束会后迅速回答任何悬而未决的问题，并以此为由保持与风险投资家的联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录：商业计划书——实例

上岛咖啡×店商业计划书

上岛咖啡××店
商业计划书

2003-10-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目　　录

一、投资目标与任务
1. 投资目标
2. 投资任务
3. 成功的关键
二、投资方简介
1. 投资方性质
2. 股东简介
3. 运营模式
三、产品和服务
1. 产品和服务描述
2. 竞争比较
3. 资源、技术
4. 将来的产品和服务计划
四、市场分析
1. 市场需求
2. 行业发展趋势
3. 竞争分析
4. 原有店经营分析
5. 小结
6. 成功案例参考
五、推广策略
1. 市场策略
2. 竞争优势
3. 定位
4. 推广计划
六、管理概要
1. 组织结构
2. 管理团队
3. 人员计划
七、财务计划
1. 财务概况
2. 财务指标
（销售额、投资回报率、利润等）
3. 盈亏平衡点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4. 损益预估

附件：

1. 合作建议
2. 加盟上岛合作协议

结语

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一、投资目标与任务

1. 投资目标

成为本区域以商务休闲为主、兼顾情调消费的领导型品牌咖啡店，时尚消费场所。

3 年左右收回总投资成本，并逐渐开始赢利。

2. 投资任务

（1）为资本落实稳定、理想的投资渠道，为投资场所的业主提供稳定、合理的收入。

（2）顺利完成品牌店的建设和发展，逐渐使投资的资本产生收益。

（3）合理利用现有场所，以品牌店优势提升自身和天池宾馆形象，提高宾馆知名度和客源数量，实现双赢。

3. 成功的关键

（1）投资方与业主的良好合作，发挥双方资源的最大组合优势。

（2）充足的市场需求，积极有效的推广计划。

（3）选址的把握。咖啡店的地址要求是环境优美（如南山路），或有成型的商圈（一般来讲，喝咖啡属于娱乐休闲的交流活动，典型的区域主要有购物中心、电影院、高档社区、写字楼、高校等），两者至少要具备一点。

二、投资方简介

1. 投资方性质

股份制方式合作的个人投资者。产权、权责关系明晰，经营方式灵活，便于处理投资方与业主的合作事务。

2. 股东简介

3. 运营模式

加盟店形式。合作者：上岛咖啡。上岛咖啡 1968 年在中国台湾创业，至今已有 30 多年的历史，现已发展了 400 多家咖啡店加盟，上岛咖啡店仍在继续以其强大的品牌效应吸引着全国各地的加盟投资者。上岛咖啡总部对于加盟者所选择的营业地点要求很严格，结合上岛咖啡是商务、休闲咖啡专卖店的特点，建议加盟者在高档写字楼、CBD 商圈、高科技园区或其他有市场空隙之处等地域选址；加盟店营业面积应不少于 300 平米；统一装修风格、统一产品；总部提供技术支持（包括人员培训）和产品（咖啡豆、茶）配送。

三、产品和服务

1. 产品和服务描述

出售咖啡、茶类、饮料、酒水、食品、简餐等商品，并为客人提供优良的环境和服务，让消费者在这里展现一种品位，体验一种文化，寄托一种情感，使咖啡店成为商务休闲、情侣聚会的好场所。

同样重要的是，这些业务与宾馆的产业没有直接冲突，反而可以与宾馆的客源优势互补。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 竞争比较

本区域同行竞争格局对我们有利，主要是一些小规模的、具有一定个性的咖啡店。

相对而言，我们的上岛加盟店无论是品牌号召力，还是管理水平、产品和服务质量、规模与资金优势，都占有相当的优势。

咖啡店的时尚和品位色彩决定它的情感消费比重是很大的，消费者非常在意品牌和档次因素。这也可以解释众多消费者舍近求远，宁愿到市中心一带位置找咖啡店的心理。

3. 资源、技术

咖啡店是要求规模和档次的行业，也是一个对产品和服务要求严格的行业，毕竟其带有高消费色彩，消费者必然在意自己消费价值的充分体现。

要达到这些，对投资者的资源、技术有很高的要求。投资者选择加盟方式，一方面获得了充分的资源、先进的设备和技术，一方面也避免了不少经营风险。

4. 将来的产品和服务计划

随着本店的发展和周边环境的变化，产品和服务将不断改进。包括更全面的产品，更优质和人性化的服务。本加盟店将在上岛的支持和自身的努力下，不断提高。

同时，本店在可以预见的时间内，在与贵业主的合作期内，会坚持做咖啡店事业，不做其他变动。

四、市场分析

1. 市场需求

本店的消费需求还是比较充足的。一方面，这里有稳定的老顾客，另一方面，这里虽然没有优美的自然环境，却有一个比较稳定的商圈。

（1）稳定的老客户资源。原来“欧麦”上座率约为 60%，而且人群比较稳定。这部分消费者在新的品牌店落成后，是天然的客户资源。面对更有号召力、产品与服务更好的品牌店，他们不会流失掉。

（2）写字楼与宾馆客源。

（3）购物娱乐场所。

（4）成熟居民小区与城西高档小区。翠苑 1-5 区，天湖公寓、南中国新城、湖畔花园、金都花园、南都花园、维也纳春天、桂花城 1、2 期、兰桂公寓、南都德加、紫桂公寓、怡景园、南都银座、兴宇花园、华苑公寓、新金都城市华苑等等。

（5）杭州最大外企 UT 斯达康，及本地区众多的 IT 类企业、广告公司等新兴产业。

（6）本区域各种学校和大专院校众多。杭商院、杭医专、浙江工程学院、杭州电子学院、浙江财经学院、杭师院本部等等，当中的教职工和学生情侣也是潜在客源。

总的来说，这里的目标消费者是充足的，只是这里欠缺有品牌号召力、上规模的咖啡店，上岛天池店的出现正好可以填补这一市场空隙。

2. 行业发展趋势

（1）咖啡消费市场发展迅速，已经成为城市消费一大潮流，市场前期培育已经结束。雀巢、麦斯威尔、哥伦比亚等国际咖啡公司纷纷在中国设立分公司或工厂，根据一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项在 12 个内陆城市的调查，32% 的城市居民喝咖啡。过去一年内喝过速溶咖啡的人口比例在 30% 以上的地区除了上海之外，还有昆明、厦门、杭州和天津。

（2）咖啡消费品位越来越高，文化的魅力就是市场的魅力。单纯速溶咖啡已远远不能满足要求了，消费者开始认知咖啡的品牌、风格和知道如何享受咖啡带来的乐趣。“特色咖啡”无疑是现在整个咖啡产业的主流，发展相当迅速。咖啡市场的快速发展，与消费者对西方文化天然的兴趣密不可分。

（3）教育水准、家庭月收入和饮用咖啡的频率呈现显著的正相关，意味着咖啡这种西方传入的饮料在中国是一种象征优势阶层的生活方式。

（4）行业内部及与相关联行业的竞争越来越激烈。杭州的咖啡店越来越多。同时，茶叶、各式饮料均是咖啡的相关替代品。比如珍珠奶茶以中国传统茶饮为基础，同时具有一种全新的外观和口味，使人们对中国茶的认识产生了重要转变。茶和咖啡之间的竞争会很激烈。

3. 竞争分析

（1）与强势品牌店的间接竞争。目前杭州有超过 150 家咖啡店。其中星巴克（Starbucks Coffee）4 家，以及同样来自美国的 Coffee Beanery 西湖天地店，源自日本的真锅咖啡（Manabe）2 家，包括现有的上岛（两岸）加盟店，南山路的特色店，在天池店的发展初期，周边客源将被这些间接对手分流。

（2）直接竞争对手。本区域的一些特色咖啡店，如台湾庄记咖啡（文新路）、风尚咖啡（学院路）、咖啡盒子（Boxcafé 文新路）等等，规模都不太大，具有一定特色，环境和咖啡口味都不错。这些店在休闲娱乐方面还是有一定竞争力的。

4. 原有店经营分析

（1）目前营业状况：

总台数 40 张，位置数 170 个，上座率：晚 9 点 50% 左右，营业额 4 000 元/天左右。

（2）经营不成功的原因：

① 品牌因素。咖啡消费的品牌依赖程度非常高，消费者不但是消费咖啡之类的产品，更多的还是展现一种品位，体验一种文化，寄托一种情感。这也是为什么消费者愿意为一杯小小的咖啡付出几十元的原因。而“欧麦”的内涵不够，外在一般，难以满足消费者高层次的需要，尤其是商务、交际方面的。

② 管理因素。缺乏先进、规范、系统的管理理念和手段，服务水平一般，难以上台阶，消费者不能充分体现其消费价值。

③ 产品因素。产品质量是品牌和销售的基础，而原来的店产品品种单一、平淡，难以满足消费者多方面的需要。

④ 销售意识。没有积极去寻找、稳定客户资源，基本是守株待兔。这导致本店上座率始终处于不高的状态。

5. 小结

从整个市场的环境来看，上岛天池店拥有稳定的目标消费群；整个咖啡消费行业的态势也是呈上升趋势；暂时没有强势竞争对手的直接竞争；原来的店不成功并非是地址原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所以，市场存在着空隙。只要我们抓住机会，充分利用上岛咖啡的品牌号召力和资源支持，密切投资方与业主的合作，积极进行推广，尽快建立上岛天池店的知名度、美誉度，夺回分流客源，并建立对本地区小型特色店的品牌优势，上岛咖啡天池店完全可以在投资规划的时间内，稳定增长，实现赢利。

6. 成功案例参考

说明：下面这个案例的咖啡店投资、规模等虽然与本店有一定差异，但是这个小型店地理环境与本店类似，并取得了成功。说明了只要选址得当、管理有方、定位准确、推广得力，咖啡店实现良好的赢利并非难事。因为情况不同，本案例仅供参考。

项目名称：梦旅人咖啡馆

经营项目：咖啡+酒水+简餐

店铺位置：非市中心，类似于本店（天池上岛）地理环境

面积：30 平米

初期资金投入：10 万元

收回投资时间：8 个月

投资与收益

投资："梦旅人"初期投放了 10 万元，包括房租 4 万元、设备、人员工资、装修、产品等费用。当然在经营过程中常有一些想不到的支出，比如购买相关书籍。

另外，要严格控制成本。例如，一包中上等级的咖啡豆重 1 斤，售价约为一二百元，每包咖啡豆大约能冲泡出 50~70 杯咖啡，一杯咖啡的咖啡豆成本约为 3 元左右，此外还应考虑房租、设备投入、产品投入、人员开支、水电费用等（未考虑折旧因素，如折旧数额较大，也应考虑）。

收入：这里每杯咖啡的定价为 20 元左右，还出售酒水和西餐简餐。咖啡收入约占营业额的 30%。每天大约有 40 人次，人均消费 30 元左右。

经营与推广

咖啡店虽然装修简单，但特别有家的味道，甚至比家还温馨，还放松。北面墙全部是书架，上面横七竖八地摆满了各种书籍，俨然一个小型图书馆，客人随手可拿起一本来读。东面的墙最有特色，从房顶到地面整个白墙都被涂鸦，全是客人的即兴之作，有绘画、文字，多与情感和生活有关，称之为情感渲泄地。窗台很低，上面落满了各种杂志，靠窗的地方只摆放了两张小方桌，仅可以坐四人，整个房间也就容纳十余人，真是太小了，但是，这里的空气、光线、声音更让人迷恋、难舍，感觉就像在家里一样轻松自由。

鸡尾酒、沙龙派对。为了提高知名度，"梦旅人"联系周边的大专院校，搞了一些宣传活动，如沙龙派对活动、读书活动、放映最新电影、留学生俱乐部等等，效果不错。

五、推广策略

1. 市场策略

(1) 目标市场

本区域商圈（在"市场需求"部分已叙述过）有小资情调的消费者，月收入 2 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元以上，多数受过良好教育，追求时尚和品位，以青、中年为主，也包括部分学生情侣。

（2）营销规划

① 利用加盟店品牌和资源优势，迅速建立上岛天池店的知名度、美誉度，稳固住老客源，将被强势品牌店和本地特色店分流的客源夺回来。

② 由于上岛属于强势品牌，但不属于最强势的，而且本地区今后很可能会出现其他强势品牌咖啡店。所以，我们必须利用现在的一切机会和资源，做好服务营销，以更人性化的服务，建设好自己的品牌，巩固消费者的忠诚度。

2. 竞争优势

（1）拥有品牌店的号召力、管理、产品与服务水平，本地区还没有其他强势品牌店，使本店一开始就占领了制高点。

（2）拥有大的、方便的停车场地，对有车一族较有吸引力。

（3）投资方与业主的良好合作，双方优势互补。

（4）投资方的创业热情，良好的市场推广意识，保证了创新能力和服务水平。

3. 定位

本地商圈内，以商务休闲为主的领导型品牌咖啡店，业务交际、情感交流的时尚场所。

4. 推广计划

当前最重要的是尽快建立本店的知名度，使本店为附近消费者知晓。

（1）广告宣传

① 针对城西高档小区内的居民，可在附近购物场所的停车场内，向有车族派送精美广告单页（DM）和小礼品，单页也可做成优惠券形式。

② 上岛总部的广告支持。

（2）事件营销

① 本区域广告公司较多，而广告公司又有很多客户，他们均是本店理想的目标群，可以举办一个广告沙龙。这样，既提升了本店的艺术品位和形象，又带来了稳定的客源。时机成熟后，也可定期举办这样的广告沙龙。

广告公司的名单，可以从黄页上查找，还可以主动在本区域写字楼内搜寻一些广告公司，请他们互相转告（如新德雅公寓就有多家广告公司）。

② 学生派对、读书活动。联系本区域几个重要高校的学生会组织，举行一些沙龙派对、读书活动，照样有利于提升品位，吸引学生和年轻人消费。

③ 时机成熟的时候，也可以举办一个以“咖啡和生活”为主题的征文活动。

（3）服务营销

除去品牌因素，服务对于咖啡消费者来说是最重要的。

为了做到这一点，需要更多人性化的服务。

① 建立会员卡制度。卡上印制会员的名字，像银行卡一样。会员卡的优惠率并不高，如9.8折。但一方面，这可以给消费者受尊重感，另一方面，也便于服务员对于消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

费者的称呼。特别是如果消费者和别人在一起，而服务员又能当众称他（她）为某先生、小姐，他们会觉得很有面子。

② 个性化服务。在桌上放一些宣传品，内容是关于咖啡的知识、故事等，可以提升品位，烘托气氛，也增加消费者对本店的品牌好感。

为多位一起来的消费者配备专门的讲解人员。如果他们感兴趣，可以向他们介绍各种咖啡的名称、来历等相关知识，也可以让其参观某种咖啡的制作过程。

六、管理概要（略，可以根据与上岛咖啡的合作协议简要说明）

1. 组织结构
2. 管理团队
3. 人员计划

七、财务计划

1. 财务概况

（1） 房租 65 万/年（含中央空调费用、停车场费用）
（2） 加盟费用 20 万（头 3 年），以后每年 2 万
（3） 店外装修 3 万，店内装修改造 20 万，设备改造 3 万
（4） 其他启动费用 5 万
（5） 人员工资 4 万/月
（6） 水电 1 万/月
（7） 其他费用 1 万/月

2. 财务指标

（销售额、投资回报率、利润等）

3. 盈亏平衡点

4. 损益预估

附件：

1. 合作建议

我们想房租降低到 40 万，请阐述理由：（1） 经营成本过高；（2） 上岛品牌可以提升宾馆形象与经营。

2. 加盟上岛合作协议

结语

（请自己组织一下）

真诚期待与贵方的合作！

相信我们的合作一定会成功，互利双赢！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



本章思考题

1. 为什么说商业计划书是企业融资的敲门砖?
2. 成功的商业计划书往往是创业者亲自书写的，为什么?
3. 商业计划书的要点有哪些?
4. 假设你是一家中小企业的创业者，欲引进风险投资，请你写作一份商业计划书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六章

风险投资的投资过程

——尽职调查



本章摘要

每个风险投资决策之前，都必须经历一个严格的审查过程。选择项目到最后签订投资协议，一般要经过项目的筛选、尽职调查、项目评估等阶段，最终以投资协议方式决定如何投资及投资多少。本章介绍风险投资中尽职调查的一般做法，以及投资人需要特别注意的情况；另外，为了解风险投资的投资协议的主要内容，本章还提供投资条款的范本。



关 键 词

项目筛选　尽职调查　尽职审查　好听的陷阱　构造陷阱　风险投资法　转换选择权　防稀释条款　强制转换条款

要想了解成功的投资决策通常是如何作出的，必须首先明白一件事——每个风险投资决策之前，都必须经历一个严格的审查过程。错误的投资决策往往是由于人们没能遵守那些常规的准则，也就是我们常说的“尽职调查”。人们常常会问：尽职调查究竟能做什么？因为风险投资家面对的情况是这样的：他们只能凭借一个“概念”（创意）而作出投资决定，或者出资仅仅是因为对创业者个人能力的充分信任。

一般地，人们总会认为，投资之前的调查，不论做得多么详尽也没办法看清一个企业的真实情况。非得等到第一次董事会召开，投资人才有可能知道目标企业究竟是个什么样子。这种说法确有道理。所以，在尽职调查的过程中，投资人必须考虑到这种“不尽完美”的情况。因为，家丑都是不能对外人讲的。所以，在你付出真金白银之前，就不要期望能获得所有的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一节 项目的筛选

一、投资前的评估过程

通常，投资前的评估过程要花费几周甚至是几个月的时间，并且一般会包括如下的步骤。

（1）投资人有必要和企业的管理团队进行多次会面，从而能对企业的基本情况（例如：管理团队能力、产品、市场、竞争格局、工作流程以及企业所遵循的商业模式等）作出初步评价。如果条件允许，那些重要的会面应该尽量召集风险投资团队的所有成员。这样做，一方面能够使投资项目在风险投资团队中获得更加广泛的支持，另一方面也能让投资团队尽早地听取可能存在的反对意见，从而避免不必要的浪费。

（2）一般地，尽职调查的范围可以首先从目标企业所在的行业入手，比如：行业咨询师、分析员、客户（如果有可能）、竞争者以及其他值得关注的关系。在这一过程中，风险投资团队应该尽可能地了解目标企业的技术优势、商业模式以及在市场中的竞争地位。调查中，投资人很可能会不时地发现目标企业这样或者那样的问题。这个时候，风险投资团队应该积极主动地就这些问题与企业的管理层以及现有投资人进行充分沟通。

（3）除了要与行业专家进行交流，风险投资团队还必须跟目标企业的管理层进行深入的沟通。并且，沟通的范围不应只局限于目标企业管理层以及它所提供的联系名单。风险投资团队最好能够在自己的关系网中找到曾经与目标企业管理层成员共事的熟人。通常，风险投资团队能够从这个渠道中获得最有价值的信息。

（4）全面分析目标企业的商业模式、资本状况以及投资人和员工的预期回报。

① 分析所有的相关估值案例，尤其是近期发生的收购。这些案例可以帮助风险投资团队更好地进行风险—收益的权衡，并且对目标企业的价值作出合理的评估。

② 风险投资团队必须对各种可能的融资规模、内部人的出资意愿以及剩余股份规模进行预测，从而勾勒出详尽的融资蓝图，这里面还要包括对不同情形下股权稀释的计算、普通股股东以及优先股股东在不同的退出形式下的预期收益。

（5）把投资计划递交投资委员会讨论、审议，等待最终的投资决定。

（6）投资计划一旦获得批准，风投管理团队就要着手与被投企业就注资协议的各项条款进行谈判。

风险投资家通常是董事会中最积极活跃的角色，他们应该和董事会的其他成员、其他投资人以及被投企业的高级管理层一道对各项战略执行问题进行分析和讨论。

在投资过程中，风险投资家还要处理如下一些常见的问题。

（1）财务分析——包括财务建模，构建交易，情景分析，估值评价以及详细的退出价值分析。

（2）改进商业模式——包括营销策划，开发潜在客户，外包生产，授权以及维护合作企业关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）招聘和行政管理——包括建立与猎头公司的良好关系，扩展关系网以及关键雇员的聘任决定。

（4）退出过程——风险投资家还要对被投公司的资本运作进行咨询和辅导，这包括：兼并收购交易、公开上市、战略合伙关系的建立以及其他融资项目。

在整个投资过程中，风险投资家都应该表现出坚毅、可靠的专业素质，并与被投企业管理层以及风险资本的其他董事会成员一起为企业创造价值。

二、尽职调查前对项目的筛选

尽职调查（Due Deligence）是风险投资在作出投资决策之前必不可少的一项功课，对于风险投资来说，每一个尽职调查，动辄花费数十万的律师费，加上时间、机会成本，其效率和精准性极为重要。因此，风险投资家并不可能对获得的项目源都进行尽职调查，这样做花费太大，因此需要对获得的项目进行初次审查，挑选出少数感兴趣者作进一步考察，这就是项目筛选过程。而风险投资家在很多情况下是根据创业企业提供的商业计划书进行该过程的。

1. 项目源的建立

风险投资人要寻找到好的项目，首先必须建立起项目源。这是能够获得项目和寻找到好项目的重要渠道，也是必须做的一项重要工作。

2. 项目筛选的金字塔

根据国外已有的经验，通常在 1 000 份项目经营计划或可行性研究报告中，第一次筛选后，淘汰率为 90%，剩余的经与对方约见和会谈后，根据筛选标准与所了解的情况，又淘汰 50%。余下被认为是有价值的项目，经审慎调查后再行淘汰，最后真正能够得到风险资本支持的项目的遴选率仅在 1% 左右。

三、项目筛选的标准

项目筛选的金字塔结构是通过一套筛选标准体系形成的。尽管这种标准的确定对于不同的风险投资机构千差万别，但已有的经验表明构成一家公司项目筛选标准的内容一般包括：投资人自己所熟悉的产业，即行业投资取向；投资组合及对风险投资阶段切入点的选择；区域标准以及包括技术、市场、管理者队伍等因素在内的财务与技术标准。

第二节 尽 职 调 查

尽职调查又称谨慎性调查，是指投资人在与目标企业达成初步合作意向后，经协商一致，投资人对目标企业一切与本次投资有关的事项进行现场调查、资料分析的一系列活动，包含财务尽职调查及法律尽职调查等。就风险投资家而言，通过项目的筛选，对金字塔结构顶端剩下的有意向的创业企业，将会与创业企业家接触，在协商一致的前提下，将对拟投资企业开展尽职调查，以全面了解创业企业基本情况及发展前景，为作出投资决策提供依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一、尽职调查的原则

进行尽职调查时，一般遵循以下原则。

（一）全面原则

1. 调查内容要全面

就企业组织而言，风险投资法律尽职调查涉及企业的沿革、合法性、股东的构成与变更、内部治理结构、下属机构以及关联企业等；就企业权利而言，其涉及企业的所有权、用益物权、担保物权、知识产权及债权等；就企业义务而言，其涉及银行贷款、借款，或有负债、正在进行或者面临的诉讼、仲裁或行政处罚以及税收等；就劳动人事而言，其涉及所有关键雇员的劳动合同的年限、竞业禁止、是否存在与原单位未了的纠纷；就股东而言，其是否从事与被投资企业的类似业务、其是否涉及重大的诉讼、仲裁或者行政处罚、其股权是否被质押等。

2. 材料要全

调查者必须调集所有材料，单就拟投资对象的股权结构而言，除了查阅拟投资对象当前的工商执照之外，还要查阅公司章程、股东出资证明书、出资协议、验资报告、股份转让协议、股权变更登记等一系列文件。

（二）透彻原则

以专利为例，投资者不仅需要了解其是否拥有专利权，还要了解其是专利权还是专利申请权，是否存在权属上的纠纷、有效期间、专利权的地域范围以及专利许可情况等内容。再以应收账款为例，投资者不仅需要了解其应收账款的数额，还要调查应收账款的性质、产生原因、账龄、债务人资产负债情况以及债权人已经采取的措施等。

调查者不仅对有关的文件资料进行详尽的审核，还要求调查者与相关当事人、政府机构和中介机构等进行调查和沟通。如若关键员工属于从同行业其他单位跳槽过来的，则需要了解其与原单位合同关系是否已经了结，是否与原单位有竞业禁止的约定等。但单凭员工个人提供的信息显然不能确保真实，因此还有必要向原单位进行调查和了解。

（三）区别对待原则

针对不同的企业，法律尽职调查应该有所侧重。首先是处于不同发展期的企业的调查重点不同。众所周知，风险资本的投资对象可以分为种子期、创业期、成长期和成熟期，因此不同时期的投资对象的尽职调查应该不同。就种子期的企业而言，因为其法律关系十分简单，所以重点应集中于其创业团队、知识产权等领域；而对于比较成熟的企业，尤其是 Pre-IPO 项目，因为其成立时间相对较长，其牵涉的法律关系更加复杂，隐藏的风险点也就更多，因此就应该全面调查，但重点是应比照拟上市地的上市规则开展调查。

行业不同也决定了风险投资法律尽职调查的不同。在高科技领域，知识产权是决定企业发展的核心问题。若知识产权归属不清或者存在权属争议，则可能导致整个企业的核心竞争力缺失，甚至连企业存在的基础也将丧失。曾有一企业为归国留学人员创办，而所用技术均为其曾经工作单位的专有技术。待公司产品一面世，国外公司立即提起诉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

讼，公司随之倒闭，风险投资机构投资也付诸东流。对于化工企业，可能导致的环境污染必须高度重视，如是否进行过环评、环保措施是否到位和是否因污染被提起民事诉讼或者受过行政处罚等。

企业背景不同同样要求调查的重点不同。企业设立之初即为股份制企业的，其股权结构相对清晰，因此其重点应集中于公司治理结构；对于那些改制为股份公司的企业，改制是否规范、改制文件是否齐全、相关利益主体的利益是否已经妥善解决则是必须关注的；而对于民营企业，则要重点关注其内部制度的规范性、公司的股权架构、公司与自然人之间的借贷、关联交易等因素。

（四）独立原则

风险投资机构能够独立地进行尽职调查并作出自己的判断，风险投资机构和尽职调查人员均保持独立。

当前的风险投资法律尽职调查大致有以下几种模式。一是自行调查，即投资团队中具备从事法律尽职调查的成员；二是委托调查，即风险投资机构委托专业的律师事务所进行法律尽职调查；此外还有在联合投资时由一方进行调查，其余各方以其调查报告作为参考或者在 Pre-IPO 项目中以券商或者保荐人的调查报告作为投资依据。

二、尽职调查的内容

尽职调查过程中，VC 不但会仔细参观企业，与企业的中高层管理人员交谈，还会发给企业一份从几页到几十页不等的尽职调查清单，要求公司提供企业的历史变更、重大合同、财务报告、财务预测、各项细分的财务数据以及客户名单、供应商名单、技术及产品说明和成功案例分析等等。VC 可能还会咨询你的供应商、客户、律师和贷款银行，乃至管理人员过去的雇主和同事。他们甚至会去调查提供信息的有关人员，以证明提供的信息是否可靠（见表 6.1）。

表 6.1　　　　尽职调查的一般内容

尽职调查的一般内容	商业计划书 管理层演说 现场调查 与其他相关人员的沟通 竞争形势分析 财务状况分析 企业概况评价 风险投资决策
（一）商业计划书	格式 内容 远见 商业模式 营销策划 技术目标 财务规划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

（二）技术考察	技术架构（适用于网络应用，还是基于网络技术）——客户端技术的选择 操作系统 关联式数据库 应用代码 开发环境 资源 预算 资本支出 开发费用 运营费用 维护费用 员工 外部员工 内部员工 以往的表现 财务状况 开发进展 既往经验
（三）管理层演说的质量	发音是否清晰 内容是否有说服力
（四）现场考察	总部 分支 第一印象 企业文化
（五）与其他相关人员的沟通	管理层：前任雇主，老板，同行，下属，董事会成员，顾问，竞争对手，行业分析员 客户：现有客户，先前的客户，目标客户 其他关系：审计师，法律顾问，银行，投资者
（六）竞争形势分析	市场份额 增长势头 差异化 消费者购买动机——必需品还是奢侈品 销售周期 定价策略
（七）财务状况分析	实际 VS. 预期 销量分析 杠杆分析（经营杠杆，财务杠杆） 竞争分析（利润，研发，分销，ASP，企业整体）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

（八）企业资质审查	审计报告和管理层报告 相关法律文书（诉讼案件，经营许可证，合同，分销协议，雇佣协议，员工福利，股权协议，股票期权，融资协议，股东持股明细，销售合同） 相关监管文书（许可证，FDA 许可证，环境许可证） 知识产权（专利，版权，商标） 保险（责任险，关键雇员保险，董责险，过失责任险） 租约（房产租约，设备租赁合同）
（九）投资谈判	条款 法人代表 材料准备 完成调查 再审核

1. 可供借鉴的做法

（1）分别到目标企业的总部和区域机构进行实地考察——最好将行程安排在早上；

（2）与一般员工进行沟通；

（3）与基层工人进行沟通；

（4）参观生产车间；

（5）尽可能地多提问题；

（6）向目标企业索取初步的商业计划（如果可行）。

2. 常见的误区

（1）误解了产品的生产程序；

（2）考察范围仅限于企业总部；

（3）没有组织正式的会谈；

（4）没有妥善保管自己的资料；

（5）在前台登记来访记录；

（6）刻意引导被访者；

（7）主动提供竞争对手资料；

（8）不遵守保密协定；

（9）在投资决策过程中独断专行；

（10）操之过急。

三、尽职审查

在项目的审批程序中，投资人要时刻保持清醒，乐于接受新信息并且不断纠正先前的错误观念。另外，投资人必须清楚，在信息的接受方面应该力求详尽而全面，万不可因自己的成见而屏蔽那些有用的真实信息。在审核过程中，如果发现项目其实不值得投资，那么不管前期已经花费了多少资源和精力，为了及时止损，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资人都必须果断地作出放弃的决定。实践中，这种情况往往出现在调查程序的后期。但是，投资人应该从一开始就牢记这一点。此外，人们常有意无意地假定自己先前的决定是正确的，并把它作为后续决策的基础。我们必须有意识地避免掉入这样的陷阱之中。

上述情形已经被喻为风险投资领域的经典陷阱。究其原因，人们总是乐观地预计情况会变好的。于是，投资人非但不去纠正过错，反而不断地在错误之上投资、再投资。实践中，想要实现投资决策的独立，是非常困难的。因为，似乎总有一种无形的压力，驱使风险投资家避重就轻，即使他们清楚这样做的弊端是显而易见的。

在尽职调查中，“确认证据”是一种常见的陷阱。人们也形象地将它称作“好听的陷阱”。因为，这种情形之下，人们只能听进那些“好听的”信息和意见，而对其他情况一概充耳不闻。另外的一个陷阱叫作“构造陷阱”。它是说，为了得到肯定的答案，人们会改变提问方式，从而尽量减少得到否定回答的可能。

在对目标企业评估的过程中，我们建议您考虑如下问题。

1. 产品和技术方面

（1）在技术层面，你是否认同目标企业的商业模式？

（2）相信自己的判断，同时也要乐于接受其他观点。

（3）要辨得出真伪。

初创企业的技术风险——很多风险投资家都有一定的技术背景，并且对投资机会相当挑剔，但是，面对一项新技术，他们还是会被那些天马行空的创意所折服，从而忽略了对技术背后市场价值的认真考量。纵观风险投资案例，这种技术超群却没有任何市场前景的创意几乎随处可见。有些时候，新的技术并不能适用于大规模的生产或应用。这种情况的后果是不确定的，可能不会造成什么大问题，然而也可能因此导致整个企业的破产。所以，在进行项目评估的时候，风险投资家一定要经常问自己：这样行得通么？同时，风险投资家还应该向目标企业的管理层询问如下问题：哪些人会是你们的初始客户？他们将如何使用你们的产品？客户只能在有限的范围内使用产品，还是可以把它推广到整个企业？

2. 市场机会

市场机会是否存在——机会已经出现？预计将来会出现？或者永远都不会出现？

你将如何询问如下这些关键的问题？

是否存在同类竞争？

目标市场上是否有成规模的企业？

目标企业准备开辟一个崭新的市场，还是意欲在现有市场上引进新技术？

企业的成功是否需要目标客户改变他们的行为和思考方式，甚至是日常生活习惯？这行得通么？

最初的市场开拓——如果市场能够呈现指数型增长，那么成功可期。您可以想想无线网络的例子。使用无线网络需要用户作出什么改变？想想您自己是如何使用网络的——您会被什么所吸引？又会放弃哪些尝试？那些在用户体验上的成功案例的商业模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

式是什么样子？

3. 对人的因素的考察

企业的创始人是谁？他们有相关的背景么？

目标企业的文化是什么样的？

创业者及其领导力——期望企业的管理层从一而终，注定只能是天方夜谭。从某种角度来讲，企业的成长就是一个不断变化的过程。与此相应，企业对管理人员的要求也会改变。很多时候，企业成长得太快，超出了创业者的预期，也超出了他们的能力。这个时候，管理层的更迭就不可避免了。一般地，九成的创业者最终将不得不离开企业 CEO 的位置。只有极少数能力超群的企业家才有可能一直作为 CEO 与他们的企业一同成长。这一过程中，他们必须一直保持谦逊的姿态，积极听取各方面的意见反馈，并且能够清楚地认识到自己的缺点和不足。对于大多数人来说，这个要求过于苛刻了。

（1）产品重要，而员工与市场尤甚，警惕技术人员的“软肋”。技术人员倾向于追求产品的卓越，而不去关心它们在商业上是否可行。

（2）充分认识销售人员的重要性。销售人员是可爱又可能产生矛盾的，作为企业的管理层必须处理好与销售人员的关系。

（3）管理层必须清楚地认识到销售团队对整个企业持续生存的重要意义。

（4）部门间的充分协调——销售、策划和技术部门，在部门间建立起团队观念。

（5）必须明白一个道理——有效的执行与出色的创意同等重要。

（6）适应快节奏的工作环境，能够在资源有限的约束下作出决策。

创业企业面临的人才风险——对于创业期的科技企业来说，技术人员至关重要。毫不夸张地讲，正是有了这些技术人员，企业才得以为企业，因为企业赖以生存的产品全是出于技术人员的才智和汗水。在新产品的推广期，客户往往会要求很多个性化的设计，这需要花费企业相当的人力和物力。于是，创业者必须身兼二职——白天，他们要像销售人员一样，奔波于客户之间；晚上，他们又要做回技术人员，解决应用难题。这里有一个有趣的现象：很多时候，我们看到最优秀的销售员出身于工程师。这些工程师乐于同客户打交道，喜欢走出实验室而在市场上跑来跑去，并且相较于研究开发，他们更喜欢作为销售员的状态。除此之外，技术人员热衷于销售还有一个重要的原因——他们能够借此得以高升。通常，技术人员的宿命是“一朝做技术，没有回头路”。而销售的经历，可以帮助他们跳出这个怪圈，走向企业的高级管理层。这里，作者想要强调的是：对于创业者来说，技术、销售，二者缺一不可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三节　风险投资的价值评估

一、风险投资法概述

（一）风险投资方法

风险投资的评估方法与传统方法有所不同。风险投资往往投资于创业企业的早期或扩张期。这些企业或者还没有盈利，或者盈利很小，仍然不足以弥补支出。对于这种初创企业，很难采取传统投资评估方法。另一方面，风险投资从本质上与传统金融投资模式不同，风险投资着眼于未来。基于这种特征，风险投资在发展过程中逐渐形成了自己独特的投资评估方法，被称为“风险投资法”。

如上所述，传统的评估方法基于查看被投企业的历史记录，主要看企业的过去，而风险投资基于对于未来企业发展状况、企业未来销售额、企业未来现金流来判断，主要着眼于未来。

（二）几个基本概念

风险投资也把对被投企业的评估分为“Pre Money Valuation”“Post Money Valuation”，我们可称为“投资前估值”和“投资后估值”。

假定：风险投资家对于某企业的评估为 100 万元，风险投资家决定投资 50 万元，占 33.3% 股份。那么，该企业的“投资前估值”为 100 万元，而其“投资后估值”为 150 万元。

因此，投资后估值=投资前估值+投资额

投资者所占股份=投资额/投资后估值

二、风险投资法的基本步骤

一般地，风险投资方法往往基于如下六个步骤。

（1）预计公司未来的净收益；

（2）确定一个适当的市盈率（PE）；

（3）通过步骤 1 和 2 可以获得公司终值；

（4）该终值将按照一个很高的贴现率（35%～80%）折合为一个现值；

（5）确定风险投资应当要求获得的股权比重；

（6）确定风险投资时的被投企业股权单价。

三、风险投资法评估案例

（一）风险投资法评估案例（无稀释假设）

假设一个公司的经过折现后的现值为 800 万 RMB，则投入 400 万元的风险投资资金可以获得 50% 的股权。

高科技公司估值的一些特点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对高风险，高潜力的公司进行评估并没有一个最好的方法；
风险投资的价值评估一半是艺术，一半是科学；
没有人能够准确地预测出未来，但我们必须作出决定；
虽然我们不能作出最完美的决策，但我们可以努力作出更好的决策。
1. 最基础的 VC 法（不考虑股权的稀释）
例：
所要求的内部收益率（IRR）：40%
投入的金额数额：1 000 万 RMB
投资期限：5 年
5 年的净收入：800 万 RMB
5 年的市盈率：25
按照要求的收益率，风险投资所期望获得的未来价值：

$$=(1+\text{IRR})^{\text{期限}}\times(\text{投资金额})$$
$$=(1+0.40)^{5}\times(1\,000\text{ 万 RMB})$$
$$=5.378\,24\times(1\,000\text{ 万 RMB})$$
$$=5\,378\text{ 万 RMB}$$

在第五年的总价值：

终值=终期收入×市盈率
=800 万 RMB×25
=2 亿 RMB

如果风险投资的价值为 5 378 万 RMB，获得的股权比例应该是：

5 378/20 000=26. 9%

2. 计算股票发行

要求股权比% =新股数量/(新股数量+旧股数量)

或：

新股数量=(要求股权比%)/(1−要求股权比%)×旧股数量

然后：

发行后总股数=旧股数量/(1−要求股权比%)

在上一个例子中：
风险投资的所有权是 26. 9%，假设投资之前旧股数量=1 000 000
则新股数量应该是：$\dfrac{26.9\%}{1-26.9\%}\times 1\,000\,000=367\,989$
并且：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每股价格＝投资金额/新股数量
＝27.17RMB

3. 计算隐含价值

投资进入后公司的价值(投资后的估值)＝投资金额/要求股权比%

在上一个例子中：
投资后的价值是：

1 000 万 RMB/26.9%＝3 717 万 RMB

注意：
投资进入后的公司估价是最为常用的值

投资前的估值＝投资后的估值−新投入的金额

在上一个例子中：

投资前估值＝3 717 万 RMB−1 000 万 RMB
＝2 717 万 RMB

特定股东获得的附带权益，等于投资资金进入后对其所有权的估值

附带权益＝投资后估值×(投资后所拥有的股权比%)
创始人的附带权益＝投资前估值的全部

也被称为：人力资产，即创始人拥有的技术和他辛勤的工作
在上一个例子中：

创始人的附带权益＝3 717 万 RMB×(1−26.9%)＝2 717 万 RMB

总结：

投资后估值＝新价格×总股数
投资前估值＝新价格×旧股数
附带权益＝所拥有权益的价值

4. 为什么 VC 会要求一个很高的 IRR
五个因素决定了这个贴现率：① 基本的回报率；② 系统性风险溢价；③ 流动性溢价；④ 对价值增值的补偿；⑤ 现金流量调整。
(1) 基本回报率与系统风险
如果要求 40%的回报率，意味着其对应的 β 值为 7，假设无风险利率为 5%：

E(ri)—资产 i 的预期回报率
rf—无风险利率
βim—资产 i 的系统性风险
E(rm)−rf—市场风险溢价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

根据资本资产定价模型（CAPM）

$E(ri)=rf+\beta im[E(rm)-rf]$

$40\%=5\%+\beta*5\%$

解得 $\beta=7$

结论是：单独的系统风险并不能说明为什么要使用这么高的折现率。

（2）流动性溢价

那流动性溢价呢？风险投资的对象通常是流动性很低的。然而，除此之外，应该还有一些其他因素也在发挥作用，例如：养老基金也并没有要求很高的流动性。因此，流动性也不能完全说明为什么 VC 要求一个很高的回报率。

（3）价值的增值

风险资本家是积极的投资者，他们不仅提供资金，更重要的是为公司发展提供有价值的服务和帮助。

（4）现金流

风险投资为投资对象提供非资本的服务，同时对未来现金流量的预测作出调整，以反映他们的经验和对公司未来发展保持的怀疑态度。

（二）风险投资法：允许股权稀释

考虑股权稀释的估值方法（存在多轮融资的情况下）：

1. 估计未来蛋糕（公司价值）的大小

——计算终值。

2. 划分未来的蛋糕（公司所有权）

——使用基本公式，每位投资者应该获得的最终所有权都可以计算出来。最终的所有权之和必须小于 100%，剩下的部分属于企业的创立者。

3. 将未来蛋糕（终值）转换为现值

假设 2 年的折现率是 30%，第 4 年的为 15%。

第 1 轮融资：占最终所有权的比例%

=投资的终值(FV)/公司总价值(TV)

=(1.40)5×(500 万 RMB)/ 25×800 万 RMB=13.4%

第 2 轮融资:(1.30)3×(300 万 RMB)/ 25×800 万 RMB=3.3%

第 3 轮融资:(1.15)1×(200 万 RMB)/ 25×800 万 RMB=1.2%

投资者保持比率（Retention rate）：

保持比率(%)=(最终拥有的股权比%)/(当前拥有的股权比%)

第 1 轮投资的保持比率：

$1-(3.3\%+1.2\%)=95.5\%$

第 2 轮投资的保持比率：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1-1.2% = 98.8%

第 3 轮投资的保持比率：

1-0% = 100%

投资者在投资时，应该要求多大比例的所有权：

当前要求股权的百分比%(CO) = (最终股权的百分比%)/ 保持比率
第 1 轮：CO = 13.4%/ 95.2% = 14.1%
第 2 轮：CO = 3.3%/ 98.5% = 3.4%
第 3 轮：CO = 1.5%/ 100% = 1.5%

发行新股的数量：

新股数 = 股权比% /(1-股权比%)×旧股数

假设旧股数 = 1 000 000，因此，
第一轮：

新股数 = 13.4%/ 86.6%× 1 000 000 = 154 734

第二轮：

新股数 = 3.3%/ 96.7%× 1 154 734 = 39 407

第三轮：

新股数 = 1.2%/ 98.8%× 1 194 141 = 14 504

新股的每股价格：

股价 = 投资金额/发行的股数

第一轮：

股票价格 = 500 万/ 154 734 = 32.31RMB

第二轮：

股票价格 = 300 万/ 39 407 = 76.13RMB

第三轮：

股票价格 = 200 万/14 504 = 137.89RMB
最终股票价格 = (25×800 万 RMB)/(1 194 141+ 14 504)= 165.47RMB

考虑股权稀释的估值方法——7

投入同样数额，在单轮融资中风险投资者拥有 26.9% 的所有权，而创始人有 73.1%。

但在三轮融资中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险投资者拥有 17.9%（13.4%+3.3%+1.2%）的所有权，创始人则拥有 82.1%，两者之间的差额是 9%（82.1%-73.1%）。

2 亿 RMB 总价值的 9% 为 1 800 万 RMB。

VC 经常提出的问题：

(1) 如果我们改变贴现率会怎样？

(2) 如果我们改变市盈率（PE）会怎样？

(3) 如果得到了一个不同的价值会怎样？

(4) 如果得到了一个不同的价格会怎样？

(5) 如果该公司没有按计划发展会怎样？

(6) 如果投资者追求一个特定的回报率会怎样？

(7) 如果现金流资本化会怎样？

第四节 投资条款：Term sheet

该范本文件是致力于风险投资融资的国家律师联盟，在全美风险投资协会的支持下工作的成果。登录全美风险投资协会网站来查询工作团队的成员。该文件仅仅是作为一个起点，而且应该根据您的具体要求定制。该文件不能作为特定事实或者案例的法律建议。注意该范本文件陈述了有关特定交易规定的一系列（通常是互不相关的）选择。

条款说明书（风险投资协议）

首项附注

该条款说明书提供了全美风险投资协会范本文件，并且其中的规定根据各个特定的范本文件进行了分组，从而为使用人的查找提供了便利。这个条款说明书也许略长于一个“典型的”风险投资协议，但是如此详尽的目的在于不仅要使其作为一个指导性的文件对于文件起草者有用，而且可以作为参考资料让商务人士能在不用查阅法律文献的前提下迅速找到其需要的交易条款（当然前提是早于该最终文件的原始交易条款没有改变）。

条款说明书

适用于 A 系列优先股融资的

[插入公司名称]，有限公司

[　　，200　]

这个条款说明书总结了［__________］有限公司——一家在［特拉华］公司的 A 系列优先股融资的主要条款。考虑该项投资的投资者已经和即将要投入的时间和费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

用投入，无论融资是否完成，该条款说明书中的非售/保密性（包括律师和费用）规定应该是公司有约束力的义务。当各个当事人执行并交付最终协议以后，其他具有法律约束力的义务将会产生。该条款说明书是不承诺投资的，而是视尽职调查、法律审查和使投资者满意的文件的情况而定。这个条款说明书应按照（特拉华州）的法律从各个方面进行管理，并且不构成出售要约或引发在任何不允许买卖证券的州购买证券的要约。

表 6.2

发行条款	
交割日期：	根据公司对该条款说明书的认同程度和对结束条件的满意程度，在可行的条件下尽快交割。[在可行的条件下，使交割方式多样化]
投资者：	投资者 No. 1：[__________] 股份 [（______）%]，MYM [__________] 投资者 No. 2：[__________] 股份 [（______）%]，MYM [__________] [最好其他投资者之间、公司和投资者之间意见一致]
募资金额：	MYM [__________]，[包括 MYM [__________] 由本金 [和利息] 转换而来 on bridge notes]。①
每股价格：	MYM [__________] 每股 [基于以下将会列示的公司总股本（“原始购买价”）]。
融资后价值：	初始购买价格是基于全面摊薄的倒推融资前价值 MYM [__________] 和全面摊薄的融资后价值 MYM [__________] [包括代表（____）% 的全面摊薄的融资后价值的“员工池”。]
资本：	公司交割前和交割后的资本结构列示在标 A 中。
规章②	
股利：	选项 1：基于折算和支付给普通股股利的条件下才会付给 A 系列优先股股利。 选项 2：A 系列优先股将会以每年 [____]% 的幅度增加，如果当董事会宣布支付股利时才会支付 [或者清算或者赎回时]。对于其他的股利和分红，与普通股票一同折算发放。③

① 修改该条款来解释公司阶段投资和基于重要事件的投资。

② 这一规章是一个公共的文件，由特拉华州秘书备案，它设定了该优先股的各要素包括权利、收益、特权和限制。

③ 在一些案例中，当优先股转换或清算时，已经产生但未付的股利是该支付的。但是最常见的是如果优先股转换了，那么股利就不支付了。另一个选择是让公司来选择用现金还是用按市价计值的普通股来支付应付股利。后者被称为“PIK”（实物支付）股利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

残余财产分配优先：	对于公司清算、解散、清盘等相关事宜，收益应按如下原则支付： 选项 1（非参与优先股）：第一次发放取以下中的大者（i）以每股 A 系列优先股计算，[1] 乘以原始购买价格 [加上应计利息] [加上已经宣布发放而未发放的股利] 或者（ii）以每股 A 系列优先股计算，本来应该支付的数额，如果所有的优先股转成了普通股，那么任何收益余额应按比例分配给普通股持有人。 选项 2（完全参与优先股）：第一次发放以每股 A 系列优先股计算，[1] 乘以原始购买价格 [加上应计利息] [加上已经宣布发放而未发放的股利]。此后，A 系列优先股与普通股一样根据折算原则按比例分配。 选项 3（设参与权上限优先股）：第一次发放以每股 A 系列优先股计算，[1] 乘以原始购买价格 [加上应计利息] [加上已经宣布发放而未发放的股利]。此后，A 系列优先股与普通股一样根据折算原则按比例分配，直到系列 A 优先股的股票持有人收到相当于每股原始购买价格 [__________] 倍的收益，此时每个 A 系列优先股持有人有权获得以下两者中的多者：（i）原来的每股收益或（ii）如果所有的 A 系列优先股已于清算前转为普通股，则按这些持有者得到的数额。 并购或者兼并（除了本公司股东通过尚存或进行收购公司的已发行股票的投票权占据多数）、销售、租赁、转让、独家授权或者全部或绝大部分公司资产的处置将被视为清算（“当作清盘事件”），从而引发上述的剩余财产分配优先的优惠支付清算 [除非（________）% 的 A 系列优先股股东选举其他]。 [当出现与清算事件相关的第三方存管契约中的事项时，不得废除或减少投资者享有的清算优先权。] ①
投票权：	A 系列优先股应该像转换成普通股一样和普通股享有同样的投票权，但是以下的情况 A 系列优先股和普通股就会享有不同的投票权（i）A 系列优先股有权选举 [__________] [（_ ）] 名股东进入董事会（“A 系列董事”）。（ii）根据法律要求，公司的成立证明书将会提到普通股的额定股数在大多数普通股和优先股股东同意的情况下增加或减少，优先股和普通股一起投票，而不是普通股仅仅由普通股股东投票，与特拉华州公司法 242（b）（2）节的规定无关。②

① 当将并购考虑事项的部分置于契约中来保证公司对受让方的补偿责任时，公司的股东将需要说明从用于投资于该契约的合并事项中的扣减是如何在他们之间分配的。今天大多数的规章没有论及契约的分配以及在并购事件中解决契约分配当事人。尽管如此，该规定还是试图使当事人至少在初始投资时考虑这些问题。今天，更普通的方法是在持股人之间按比例分配分配第三方存管契约的所得。全美风险投资协会范本文件的 2. 3. 4 章节规定了可选的方法，也就是说在某种意义上保证了优先股股东能一直得到清算剩余财产优先分配，尽管部分或者全部第三方存管契约丧失效力了。例子和更详尽的解释请见全美风险投资协会范本文件 25 号档案。

② 对于加利福尼亚的公司，他们不能拒绝普通股股东批准普通股参股的投票的法定的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

保护条款：	［只要输入股数，或者份额（%），或者其他 A 系列优先股已经发行］除了公司章程或者法律要求的投票或者批准以外，在少于［____］%的公司 A 系列优先股股东书面同意的情况下，公司不会直接或者间接地采取修改案，并购、合并或者其他：(i) 清算，解散或者结束公司的业务和相关事宜，或者使任何被视为清算的事件生效或者同意任何前述事项的情形；(ii) 修正，修改，或者废除公司成立证明中的规定或规章制度［对 A 系列优先股来说是一种利益损害］;① (iii) 设置或者批准［或者发行或者使其有义务发行股份的］，任何其他的可转换或者行使转换成其他权益证券的产生，由权利，收益或者先于或者至少与 A 系列优先股相等的特权，或者增加 A 系列优先股或者其他附加的等级或系列的股票的发行股数［除非它的等级低于 A 系列优先股］；(iv) 对于等级低于或者和 A 系列优先股等级相同的已存证券，如果重新分类、改变或修改会使其等级优先于或者至少与 A 系列优先股等级相同，那么实施重新分类，改变或者修改；(v) 购买、赎回或者支付股利给任何等级优先于 A 系列优先股股票，［除了以中断他们的雇佣关系/服务为目的，从前任员工或者顾问那以低于公开市场价值或成本的价格买回的股票］；［除了董事会同意的，包括（__________）A 系列董事（们）的批准］；(vi) 设置或者批准设置任何债券［如果公司的总债务额超过［__________］美元［除了设备租赁或者银行贷款的最高限］除非这些债券已经由董事会预先核准，包括（__________）A 系列董事的批准］；(vii) 创造或者持有不是完全拥有的子公司股票、或者卖掉任何子公司股票或者全部或近乎全部卖掉任何子公司资产；［或者 (viii) 增加或者减少董事会的规模］。
转换选择权：	如果遇到如下所称的“防稀释条款”的股利、拆股、并股和其他类似的事件的调整，A 系列优先股最初是按 1∶1 的比例在任何时间根据股东的选择转换成普通股的。
防稀释条款：	如果公司以低于当前系列 A 系列优先股的转换价格的发行价发行额外的证券，那么转换价格就要按如下的公式进行调整： ［选项 1：典型权重平均： $CP_2 = CP_1 * (A+B)/(A+C)$ CP_2 = 新股发行后 A 系列优先股的转换价格 CP_1 = 新股发行前 A 系列优先股的转换价格 A = 新股发行前已发行的普通股股数（包括所有已发行的普通股股数、视同已经转换的已发行优先股股数，所有视同已经行权的期权；不包括任何进入融资阶段的可转换证券） B = 公司发行新股产生的总报酬除以 CP_1 C = 本次发行的股票数量］

① 注意作为背景规则，与特拉华州公司法 242（b）（2）节规定如果任何被提议的章程修改会损害某系列优先股的权利、收益和权力，但是没有对所有优先股造成类似的伤害，那么受到影响的该系列优先股股东有权对该修改在该系列优先股股东内部进行投票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

	[选项 2：股权比例保护-转换价格将会降至与新股发行价一样。]
	[选项 3：无价格基础反稀释保护条款。]
	以下几种发行不能采用反稀释调整:① (i) A 系列优先股转换发行的证券，或是以 A 系列优先股股利或配送；(ii) 债券、权证、期权或者其他可转换证券转换发行的证券；(iii) 拆股，股票红利或是其他普通股股票的细分所产生的普通股发行；(iv) 依照股东大会通过的决议[包括至少（__________）名 A 系列优先股股东] 发给公司员工、董事或者顾问的普通股股份（或者普通股股份的购买期权）；(v) 依照经董事会通过的 [包括至少（__________）名 A 系列优先股股东] 债务融资、设备租赁或是不动产租赁契约，发行给银行、设备出租方或者其他金融中介，或是不动产的出租方的普通股股份。
强制转换条款：	在 [包销承诺] 情况下的交割中，每一份 A 系列优先股将会自动地按照当时适用的转换比例以原始购买价格 [__________] 倍的价格转换成普通股来承购公开销售证券（属于红股、拆股、并股和其他相似的事件）并且公司的 [净/总] 收益 不少于 [__________] 美元（QPO），或者（ii）经 [____]% 的 A 系列优先股持股者的书面同意。②
买票入场：	[除非（____)% 的 A 系列优先股持股人选择其他的]，在接下来的下轮筹资中，全部 [大部分] 投资者需要充分行使他们的参与权（下文描述为“投资者权利协议-按比例参与未来筹资的权利”），除非经董事会投票 {[包括（大部分）A 系列优先股董事] 的投票} 放弃了对全部 [大部分] 投资者参与要求。 [选项 1：投资者的（每股）(全部股份中适用的部分)③ A 系列优先股，如果没有按如上所述的做，那么将会自动地转换成普通股并且失去了董事会的席位。] [选项 2：投资者的（每股）(全部股份中适用的部分）A 系列优先股，如果没有按如上所述的做，那么将会自动地（失去反稀释的权力）（参与未来筹资的权力）]。④

① 注意这些例如设备租赁和商业贷款所引致的发行等额外的排除在外的情形是经常需要协商。请查阅全美风险投资协会范本文件 4.4.1 章节中的额外的排除在外的情形——“免除的证券”。

② 每股测试保证了投资者在公司公开上市前得到一笔相当可观的收益。如果为了投资者的利益调整转换价格则也可考虑允许使一个 non-QPO 成为 QPO，从而使投资者没有阻止公开销售证券的权力。

③ 第二个公式用于得出按比例“买票入场”规定的结果（例如如果投资者代表了½的股权，那么只有½的投资者的优先股转换成为普通股，或者没有得到反稀释调整等等）。

④ 如果投资者分享失败的惩罚是让优先股失去部分但不是全部的权利（例如除了被迫转换为普通股以外的其他情形），那么规章需要具备所谓的“空白支票优先股”规定，在一定程度上至少使董事会在投资者分享失败的情况下能够发行被减少了权利的“影子”等级的优先股。注意作为一个起草的事件，更容易仅仅将（部分或者全部）优先股转换成普通股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

赎回权利：①	A 系列优先股应该按照至少［____］% 的 A 系列优先股持股者的意愿从分配基金中合法赎回，赎回在［__________］之后的任何时间开始，并以与初始购买价格相等的价格［加上所有已经产生但未支付的股利］赎回。在三个相等的年度部分，赎回应该发生。在符合比例的 A 系列优先股赎回请求下，所有的 A 系列优先股应该被赎回［除了那些肯定会退出的 A 系列优先股持股者］。②
股票购买协议	
声明与保证：	公司的标准的声明与保证。［发起人的声明与保证（关于技术所有权，冲突协议，诉讼等）］。③
交割条件：	标准的交割条件应该包括但并不仅限于：令人满意地完成财务和法律的尽职调查，适用股票买卖控制法的参股资格，设立 A 系列优先股的权利和收益的公司章程的整理归档，以及辩护律师对于公司的意见。
傅律顾问和费用：	［投资者/公司］建议起草交割档案。公司支付融资［在交割阶段］的包括不超过［__________］数目的全部法律和管理费用，包括投资者法律顾问的合理的费用和支出，［除非因为投资者无缘由地撤销了他们的承诺交易没有完成］。④ 公司律师：［______________________________］ ［______________________________］ 投资者的律师：［______________________________］ ［______________________________］

① 赎回权利使得投资者有权强制公司以成本价加一部分保证的收益率（例如股利）赎回他们的股份。在实践中，赎回权利并不经常使用；尽管如此，赎回权利确实提供一种退出的形式和对于公司的一种杠杆作用。尽管得到赎回股利的权利可能引起 305 代码节的“认定的红利”问题，许多税收从业者认为如果起草章程中的清算剩余财产优先分配规定作出了这样的规定：持股者将得到清算收益中的大部分或者等同于行使转换的价款（正如在全美风险投资协会范本文件中规定的一样），那么将不会有 305 代码节的问题。

② 由于法令的限制，在投资者最想要的案例中（所谓的“侧面境遇”），公司是不可能被准许赎回的，投资者有时在公司已经要求赎回但是公司的现金流却不能支付赎回价款时会要求实施处罚条款规定——例如，赎回价款应以一年期票据的形式支付给未赎回 A 系列优先股持股者，A 系列优先股持股者中的大部分应该有权选择董事会大部分股东的权利，直到赎回款付清为止。

③ 发起人的声明是具有争议的，并且可能引起明显的抵制。这些声明在东北部更为常见并且律师应该得到他们不可能在其他地方受到如此好的待遇的提示。如果发起人从交易中得到了流动性或者对于知识产权更为关注，那么它们更可能出现（例如，该公司是从一所学术机构发展而来或者发起人有另外一家公司并且另一家公司的业务与该公司相竞争）。在接下来的募资中，发起人的声明是不太常见的，哪怕是在风险被认为是完全减少和被投资者共担而不是由发起人承担的东北部也是如此。

④ 如果该章节没有在介绍段落作为与公司对融资是否完成的漠视捆绑在一起的规定之一进行指定，那么等价的文本应该删除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

投资者权利协议	
登记权：	
可登记证券：	由于 A 系列优先股转换而发行的普通股的全部股份以及其他投资者持有的普通股被视为“可登记证券”①。
要求登记：	在以下两个时间中较早的一个：（i）交割后［3~5］年；或者（ii）在首次公开发行后的［六］个月，［____］% 的可登记证券持有人可能要求公司完成他们股份的［一］［二］（完成的）登记。登记的总的报出价格不能少于［5~15］百万美元。只有当（i）所有要求被登记的可登记证券完成了注册（ii）登记结束了或者应投资者的要求撤销了（除了对公司产生实质性不利影响的变化的结果），为了达成该目的登记才是有价值的。
股票购买协议	
在表 S-3 上登记：	如果公司能够使用表 S-3，［10~30］% 的可登记证券的持有者将有权要求公司在表 S-3 上登记。可登记证券的总报出价格至少要在［1~5］百万美元。假如每年只有［二］次，那么对于登记在表 S-3 上的证券总数目是没有限制的。
连带登记：	对于公司所有的登记声明，可登记证券的持有者都有连带登记的权利，但是连带登记权是从属于公司和承销商减少被提议至少按比例登记［20~30］% 的股份的数量以及根据承销商的判断减少首次公开募股的数量的权利的。总之，由可登记证券持有人登记的股份只有在其他股东全部股份都减少的情况下才会减少。
开支：	登记开支（不包括股票过户税，承销折扣以及佣金）将由公司承担的。公司将会支付合理的代表所有参与股东的特别法律顾问的费用开支［不超过__________美元］。
锁定：	在第一次公开发行募股中，如果主承销商要求，那么投资者应该同意在首次公开募股之后不多于［180］天的时间内不出售或者过户他所持有的公司的普通股股票［（包括/不包括在公开募股中或者公开募股结束后得到的股票）］，这是符合美国金融监管局规定的一种扩展｛倘若公司所有的董事和官员［并且（1~5）% 股东］同样同意该锁定规定｝。该锁定协议应该规定对于公司或者承销商的代表放弃或者终止协议中的约束的任何行为，投资者同样也可根据持股数按比例行使。
管理权与信息享有权：	每一位要求获知其管理权利的投资者都将获得一份来自于公司的管理权利告知信，此信件将采取投资者所认可的格式。② 通过合理的正常通知，任何（主要的）投资者（不是竞争者）在正常工作时间都会被授予享有公司设施及人事方面的权利。公司会给与此投资人（i）年度、季度（月度）财务报表以及其他董事会批准的材料；（ii）在每个财政年度结束前的 30 天内，一份以月度为基础，预测公司来年收益、开支以及现金状况的营运运算报告；（iii）以及每个季度末及时的资本运作情况表。主要投资者指购买超过价值 MYM［__________］的 A 系列优先股的投资者。

① 注意有时候发起人/管理层也要寻求有限登记权。

② 参见 NVCA 模型管理权信函的介绍中的注释部分，解释此信函的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

维护相应所有权的权利：	所有［主要的］投资者均将根据他们在公司的股权状况获得相同比例的权利［（假设所有的已发行优先股转换为普通股以及所有的发行期权会按照公司的股权计划予以执行）］①，去参与公司接下来的股票发行（除去列在本条款“反稀释”规定项下的股票发行）。除此之外，如果任何［主要的］投资者选择不去购买或未购满与其权利相应的股票份额，剩余的其他［主要］投资者拥有购买余下的相应股票份额的权利。
需要得到投资者董事批准的事宜：②	只要是A系列优先股的持有人均享有选举一级董事的权利，公司在未得到董事会批准前（必须包含一位或者两位一级董事的赞成投票）不允许： （i）向或者是预先向任何子公司、其他公司、合伙人或者任何实体贷款、持有股票或者任何其他证券，除非此公司为公司全资控股；（ii）向或者是预先向任何人包括雇员或者董事提供款，除了董事会批准的普通业务发生的预付款或者类似开支，以及员工股权或期权计划发生的款项；（iii）为任何债务作担保，除非是由公司或其附属机构普通业务引发的商业账款；（iv）作出与董事会批准的投资计划不一致的投资决策；（v）总负债金额超过董事会批准的预算MYM［__________］，除非是普通业务发生的商业赤字；（vi）发生与任何董事、高官或者公司职员以及“关联者”（在交易法案12b-2条款中定义）的交易，除非此类交易每年不超过MYM［60，000］或者此类交易由公司正常业务需要发生并且经过大部分董事会成员认可为公平合理；（vii）聘请、解雇或者变动执行官员的报酬，包括期权的发放；（viii）改变公司的主营业务，增加新的业务线，或者退出现有经营业务；（ix）出售、分配、批准、担保或者阻碍公司技术或无形资产，除非涉及公司普通业务经营需要；或者（x）发生任何战略关系并涉及公司支付款项或者公司资产超过［MYM100，000.00］。
不竞争及保密协议：③	每一个发起者以及重要的员工将会签署一份为期［一］年的不竞争及保密协议，此协议的格式采用投资者认可的形式。
保密与发展协议：	每一名现任以及前任发起者，员工和顾问将会签署一份保密与所有权归属协议，此协议的格式采用投资者认可的形式。

① 参见NVCA模型投资者权利合约中关于计算相应权利的可能变动。

② 公司的建立人通常不愿通过投资者董事会来表决公司事项。另一方面，一些投资者如果没有得到此项权利就会拒绝其投资行为。一个替代方案就是将这些表决事项移到“保护性条款”项下，因此需要通过优先股股东投票。如果投资者坚持这些条款，那么公司通常会优先考虑通过董事批准的方法，因为董事代表作为受托人可以代表董事表决。其他的方案可以是：需要通过董事会绝大部分董事的投票，或者通过非管理层的董事的大部分投票。

③ 非竞争限制来自于州立法，需要将相关法律条文放置员工工作所在州解读（例如短暂的或者是局部地域性的允许应当引起足够重视）。在加州，除非是与业务销售有关，非竞争协议是被禁止的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

董事会事项：	[每一个非雇员董事都有权根据自己意愿成为董事会的一员。] 除非经过大多数的董事投票同意不开会，否则董事会应该至少［每月］［每季］开一次会。 公司将会以一个令董事会满意的金额缔结董监事及高级管理人员责任保险。公司将允诺对 A 系列优先股的赔偿责任是首要的而对附属投资者的责任是放在第二位的。① 在公司与另一家非存续公司的实体合并或者转让它的全部资产的情况下，应该规定公司的继任者继续承担原来公司对于董事的赔偿责任。
员工股票期权：	所有员工期权按如下规定进行授予：［25% 的期权在一年内授予，余下的部分在接下来的 36 个月内按月授予］。 ［在 A 系列优先股投资前，应立即在期权池中增加（__________）股份，产生了一个（__________）股份的未分配期权池。］
关键人物保险：	公司要以令董事会满意的投保数额为发起人［此处列出每一个发起人的名字］购买人身保险，收益应付给公司。
优先取舍权与跟卖权协议	
优先取舍权/跟卖权（带上我）：	公司为先、投资者其次（根据董事会授予的程度），对于由发起人提议发行的任何股本份额具有优先拒绝权［并且现在以及未来公司员工或者顾问持有大于公司普通股股票（1）% 的份额（假设无论当时是持有还是依赖于期权行权的优先股都已经转换了）］，投资者有超额认购其他投资者退订的股票的权利。在任何退订股票的人卖普通股股票之前，他将会给投资者一个参与出售的机会，认购额与出售者所持有的证券数额和参与的投资者所持有的证券数额成比例。②
锁定期：	发起人在首次公开募股之后，在由公司和主承销商规定的时间内［不能超过（180）（210）天］，不能有转让、对冲或者其他处理股本的行为。
投票协议	
董事会：	在初次交割中，董事会应该由［__________］的成员包括（i）［名字］，由领投者［__________］指派的代表，（ii）［名字］，由剩余的投资者指派的代表，（iii）［名字］，由发起人指派的代表，（iv）起首席执行官作用的人，以及（v）非公司雇佣并且［发起人和投资者］［其他董事］间互相接受的［__________］人。

① 2007 年特拉华州高级法院判决，亲自赔偿供职于其他证券公司董事会的合伙人的投资基金与证券公司一起作为联合赔偿者，所以投资者董事无权得到由证券公司代表投资者董事预付的全额的支付款项。根据该判决 Following that decision，投资者将会坚持与该处提到的规定类似的规定作为投资者权利协议中的一项规定以及/或者作为某项独立的赔偿协议的一部分（查阅全美风险投资协会范本文件中的赔偿协议）。

② 这些例外通常可以协商，例如资产分配计划或者最低转让限额。为了保护机密信息不泄露，有时候转让给竞争对手或者其他当事人也是禁止的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

强制出售权：	优先股持有者和发起者［所有未来普通股份额大于（1）％的持有者（假设优先股均转换以及期权持有者选择持有还是执行期权）］应与投资者签订协议，该协议规定这些股份持有者将会投票赞成50％及以上的投票权发生转移并且经［董事会］［在已转换基础上，__________％的已发行优先股股份的持有者］同意的清算事件。①
其他事项	
发起人的股票：	所有公开拥有股票的发起人容易遭受公司按成本价对其股票进行回购。在交割后的第一个［12月］，公司有［____］％的回购权；以后，回购权在接下来的［____］月内［按月］等量失效。
存续的优先股②：	以上陈述的关于［____］系列优先股的条款是关于存续的优先股的权利、优先权以及限制的回顾。在交割阶段，要进行任何必要的能使存续优先股符合该条款说明书的改动。
非售/保密条款：	公司同意全力地迅速进行交割。公司以及发起人同意他们从条款被接受起开始在［__________］星期的时间内不会请求、发起、鼓励或者协助提交建议、协商或者其他跟销售或者发行无关［或者跟公司兼并，出售，出借，许可或者其他处置，或者公司股票或者资产的重要部分无关］的人或者机构对公司任何股本的报价，并且应该立刻通知投资者关于前述的第三方当事人的调查的相关事宜。［在公司违背非售责任并且先于（__________）结束了上面提到的交易的情况下（没有给投资者提供与其他当事人按同样条款进行交易的机会），那么公司应该付给投资者相应的结束交易或者流动性损失的赔偿］③。公司在没有得到投资者书面同意的情况下，不会将此条款书中的条款泄露给除高级管理人员、董事会成员以及公司的会计、律师和其他潜在的合理投资者，例如领投者，以外的任何人员。
有效期限：	此条款书如果没有在［__________，__________］期限内得到公司同意，将失去效力。

在20［____］年，［____］月，［____］日执行。

---

① 此条款受限于一系列协商条件，包括：支持及担保受限于职权和股票所有权，对于公司中断支持的责任受限于成比例的契约记载数额中的保留的股票，任何债务是不同的，且最多达到股票持有者的购买价格，股票持有者得到与其他相同等级或者系列股票持有者相同形式、且每股相同数目的补偿。

② 此条款仅在非首轮融资中必要。

③ 在风险投资融资中，提供此类结束费用并不常见，但是鉴于公司极有可能在融资结束前被售出，此条款仍有必要予以考虑（例如后阶段交易）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

［签名栏］

表 6.3 **融资前后的资本总额**

	融资前		融资后	
证券	股份数	%	股份数	%
普通股-发起人				
普通股-员工股票池 已发行 未发行				
［普通股-权证］				
A 系列优先股				
总计				



本章思考题

1. 项目投资前的评估过程包括哪些步骤?
2. 什么是尽职调查?尽职调查遵循的基本原则是什么?
3. 尽职调查的基本内容包括哪些?
4. 如何对创业企业进行尽职审查?
5. 什么是风险投资法?与传统的方法有何不同?
6. 熟悉投资条款的主要内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七章

风险投资：投资后管理



本章摘要

风险投资家介入被投公司的管理，是风险投资的特征之一。本章先一般性地介绍风险投资家对被投公司的投资后管理的基本知识，然后根据风险投资家管理介入的特点，重点分析投资后管理中涉及的管理层更迭和董事会冲突问题。



关 键 词

投资后管理　增值性管理　管理层更迭　董事会冲突　成功悖论

第一节　投资后管理概述

在风险投资过程中，风险投资家对被投公司风险企业的管理监控和“增值性管理”服务，与精心评估风险投资企业、策划设计风险投资契约一样重要，按风险投资行业的老话“三分选项目，七分靠管理”，足以说明投资后管理的重要性。Gorman 和 Sahlman 的研究发现，风险投资家在投资后参与管理活动上大约花费 60% 的时间。①

一、管理介入的影响因素

一般来讲，风险资本是以股权投资形式进入被投公司，风险投资家对被投公司的影响，就从参加股东会、派员进入董事会甚至直接介入管理等形式体现出来。风险投资家对被投公司的管理介入的方式和程度的不同，虽是由其自身的特征和策略不同决定的，但研究发现，因投资阶段、持有股份数量、投资行业、被投公司的运行状况等因素不同也造成管理介入方式和程度的差异。

① Gorman M. and Sahlman W. A. What do venture capitalists do [J]. Business Venturing, 1989, 4: 231-248.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）投资阶段

因被投公司所处的发展阶段不同，风险投资后管理的方式和参与程度应有所不同。在风险企业的早期阶段，由于创业者一般缺乏创业管理的经验，管理班子不健全，各种关系网络特别是市场网络尚未建立起来，这时风险投资家的积极介入对风险企业的成功与否十分关键。此外，创业者在企业开始创办的阶段常常会遇到各种挫折或障碍，并且伴随着孤独，风险投资家的介入不仅给创业者商业上的支持，而且还能够给他们感情上的支持，使他们能调节与超越孤独。随着风险企业的发展壮大，增值服务的方式和内容将随之变化，风险投资家介入程度可能没有早期那么深，且多提供战略管理方面的帮助。

（二）持股比例

一般来说，股权比例越大，参与越深，选择的方式越多。比如，股份很少，可能只参与股东大会行使股东权力即可；股份多，则可能参加董事会、监事会，甚至派员出任总经理（或副总经理）、财务部经理等，显然其参与的程度深得多。

（三）投资行业

根据所投资的行业性质不同，风险投资后管理的方式和介入程度不同。一般而言，对于高新技术企业，由于其不确定性大，风险投资家介入程度较深；反之，其他非高新技术企业，则介入的程度可以浅些。此外，风险投资家往往选择自己较熟悉的行业进行投资，这样可利用自身优势对风险企业提供增值服务，其介入的程度将比投资于自己不熟悉行业要深。

（四）被投公司运行状况

一般而言，在风险企业运行正常时，风险投资家介入的程度可浅些；而在风险企业面临困境、出现经营困难时，风险投资家往往挺身而出，积极支持风险企业。新企业可能遭遇诸如未能如期生产出商品、大客户撤回合同、关键人物突然辞职等困境。风险投资家在这种时候仍然要有耐心，提供支持，使企业渡过难关。倘若风险投资家解决危机的各种措施都无济于事，则应尽早退出，以免造成更大损失。

另外，风险投资机构的经营理念、风险投资家个人风格，被投公司所处的管理文化等，都会影响投资后管理的方式与参与程度。

二、管理介入程度及方式

在评估风险投资家管理介入程度时，MacMillan，Kholian and Kolow 将风险投资家的参与程度分为三个水平：放任型、中度介入和深度介入。以销售量、市场份额、利润和投资回报率来衡量风险企业的经营绩效，回归分析结果显示，在三种不同程度的介入水平下，风险投资家的管理参与活动与被投资企业经营绩效呈现出不同的相关性。在放任型政策下，专业的业务支持与企业经营绩效表现出很强的正相关，而确定客户和分销渠道、处理危机和问题与企业的经营状况表现出很强的负相关；在中度介入政策下，制定企业的经营战略和寻找管理团队候选人与企业经营状况表现出负的相关性，而对企业运作情况的监督与企业的经营状况是正相关的；在深度介入政策下，寻找管理团队候选人与企业经营状况表现出负的相关性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Barney① 等发现风险投资家为被投资企业提供的帮助可以分为两类：一类是经营管理建议，包括提供有效的财务建议，合理化的经营建议、合理化的管理建议等；另一类是运营帮助，包括为被投资企业介绍客户、介绍供应商、帮助被投资企业招募员工等。Dotzler② 发现风险投资家的管理参与活动包括融资顾问、战略建议、招募高层管理者、充当 CEO 智囊团、组织和激励体系建设、管理层业绩反馈、选择其他专业服务（如法律等）、与其他公司的战略联系、营销、工程技术咨询等多个方面。Knockaert③ 等将风险投资后管理活动分为监控活动和增值活动两部分，其中，风险投资家的监控活动包括监控财务状况、市场营销状况、股权变动、CEO 的报酬、追加借款等；增值活动包括制订战略计划、充当管理团队的参谋、招募 CEO 或 CFO 等高层管理人员、招募新员工、联系潜在客户、组建有效运行的董事会、运作管理等。

随着风险投资行业的日趋成熟，风险投资家提供的管理支持显得越来越重要。风险投资家不仅仅是被投公司的资金提供者，还是其商业伙伴，因为创业者只有有限的能力和经验，并面临复杂的内部风险。风险投资家可以利用他们的经验和管理技术为面临困境的企业家提供帮助。风险投资家应根据自身的特征和策略，结合实际，决定管理介入程度和方式，形成并提升被投公司的核心竞争力，实现双赢。

第二节 管理层更迭

一、概述

作为一家接受了风险资本投资的被投公司，从仅有一个想法到设计出一个产品雏形，到拥有几个客户的小公司，再发展成大型的成长性企业，在这个过程中，被投公司的需求将会不断地变化。这些公司管理团队面临的最困难的问题之一是如何应对这些变化。要让创业者认识到他们自己的局限性并不是一件容易的事情，投资人总是很难开口与创业家之间开诚布公地谈论创业家的局限性，因为担心谈论一个人的局限性可能会使这个人很丢面子。中国是这样，美国和欧洲也是这样。然而，为了让公司成功的机会最大化，风险投资家和创业家必须理解和认识到公开谈论一个人的优缺点是非常重要的，而且这并不会使他们丢面子。正相反，如果能在合作的一开始就进行这样诚恳的对话，对双方来说都将是非常荣幸的。它能够促进彼此间的信任，引领公司走向成功，最终使创业者和风险投资家双双获利。

大多数被投公司在从起步到全面发展为综合性公司的过程中，至少有一次涉及 CEO 的管理层变更的经历。2008 年哈佛商学院 Noam Wasserman 教授对这一议题做了研

① Barney J. B., Busenitz L. W., Fiet J. O., et al. New venture teams' assessment of learning assistance from venture capital firms [J]. Journal of Business Venturing, 1996, 11 (4): 257-272.

② Dotzler F. What do venture capitalists really do, and where do they learn to do it [J]. The Journal of Private Equity, 2001, winter: 6-12.

③ Knockaert M., Lockett A., Clarysse B., et al. Do human capital and fund characteristics drive follow-up behaviour of early stage high tech. VCS [A]. Vlerick Leuven Gent Management School Working paper, 2005, 20.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

究，最新研究表明在所有的被投公司中，更换原始CEO的情形占到了三分之二强①。

身为董事会成员，风险投资家最重要的任务便是发起并且掌控好这一人事变革。如果这个过程进行得顺利，它将对公司将来的发展起到至关重要的积极影响。然而，这一变革也可能导致企业动荡和重要团队成员的背叛。关于首席执行官的更换，风险投资家和首席执行官们可能有不同的观点。本节将要陈述的是，在被投公司中风险投资家们成功掌控首席执行官更换的要点是：首先，要具备预见性；其次，要尽早发现CEO领导能力上出现的问题；最后，在CEO的种种缺点最终给企业带来严重危害之前，恰当而迅速地更换现任CEO。



案例研究

一个常见的失败案例

硅谷中，风险资本与被投公司的结合，多数都是从私人交情发展而来的。2001年，一家刚刚崭露头角的软件公司的创始人兼首席执行官想寻求风险资本融资。他找到了一个老朋友、以前的同事，这个人现在任职于一家颇为知名的风险投资企业。这家风险资本认为眼前的这个企业家已经用其软件使用许可证的销售规模证明了自己在这一领域的实力。并且，他还是个很有个人魅力、演讲口才，以及深厚专业功底的行业专家。这家企业的管理团队，都是CEO精心挑选的好朋友——他们确实造出了非常优秀的软件产品。

4年中，这家公司从两家风险投资公司融资2 100万美元，并开始取得一定的进步。公司技术开发成功，还因此锁定了三个大客户。如此优秀的销售业绩帮助公司获得新一轮融资，从而使融资总数提高到3 000万美元，并且第三个风险投资家加入到公司董事会。这轮融资结束后，新的风险投资家注意到公司CEO的某些行为模式让他有些担忧。这名首席执行官对于许多常见的商业问题反应过于激烈，似乎他将这些问题都看成了挑战。并且，他因此为自己要求额外的股权以及大幅提高现金奖金。这两项要求均明显高于市场平均水平，而当这个新风险投资家质疑它们是否合适时，首席执行官显得很愤怒。这些都是被投公司的经营将要发生持续恶化的早期信号。

新风险投资家勉强同意了新的奖金计划。之后不久，该公司第一次出现销售低于预期的情况。还有一些迹象显示新客户在减少。与此同时，公司的销售副总提出辞职，在离开时他向董事会透露了自己对公司产品营销策略和首席执行官领导能力的深切担忧。这位销售副总还说，现在首席执行官很少来办公室，也很少召开员工会议。后来董事会按这个意见批评了首席执行官，但他似乎没有意识到公司内部存在的问题的严重性。并且将公司业绩下降的责任，归咎于其他成员，包括刚刚辞职的销售副总。

该公司试着研发新产品，但是销售情况并没有得到改善。为了让董事会意识到公司真的遇到了问题，最后进入的风险投资家力劝董事会与首席执行官直接交锋。然而，首

① Full citation of Professor Noam Wasserman，Harvard Business School 2008 study，including page number.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

席执行官的反应是，他威胁说要立即辞职并带走他手下的一批雇员。其他的投资者担心这种集体出走的发生，表示只有当首席执行官主动提出辞职时，他们才会考虑更换CEO人选。接着，首席执行官建议卖掉公司。新进入的风险投资家强调说，除非公司销售情况好转，并且产品线得到改善，否则风险资本将不会退出。虽然三位创投董事中有两位赞同更换CEO，但领投人仍然支持这位首席执行官并拒绝这种提法。没有他的投票，董事会就不能通过更换CEO的决议。在这之后的10个月里，双方的僵持严重影响了公司的经营并削弱了各方面进步的动力。一年之后，公司的情况依然没有得到任何实质性的改善，首席执行官终于承认他需要帮助，并主动要求辞职。虽然新的首席执行官很快就上马了，但是公司的命运仍然很不明朗。

上面的故事是真实的，更是常见的。被投企业的早期发展阶段就如同一段刚刚开始的恋情，狂热而令人兴奋。公司创始人对自己的创意充满激情，热切地希望它能成真。这时候，他遇见了一位风险投资家，这个人愿意为他的“点子”投资。他们对话的焦点集中于首席执行官的实力、成就和对未来的设想。创始人期望一个完美的结合——他（或她）的资产、技术专长和/或市场知识被风险投资家所认可，并由此获得一笔数额巨大的投资以及自身的丰厚报酬。注资完成以后，风险投资家加入公司董事会，公司创始人向他的管理团队保证，在公司长远发展这个重要问题上，董事会和他本人的想法是完全一致的。

但正如人们常见的，这些曾经融洽的关系往往会走向破裂。虽然有诸如比尔·盖茨和迈克尔·戴尔这样传奇般的企业家，从创立公司开始一路带领公司走向伟大的成功，但是几乎三分之二的被投企业都更换过它们的首任首席执行官。

高管更迭几乎已经成为被投企业命运的一部分，因此，风险投资家和创业者都必须认真对待这个挑战，开诚布公地讨论遇到的问题，并且帮助创业者认识到其在公司中的最佳定位。通常，一个创业者可能具有很多方面的特质，比如专注力、与核心技术人员的融洽关系，甚至还可能具有募集资金的天赋。但是，创业者的这些能力很少能同样有效地运用到以销售为导向的具体工作中去，而这却是企业发展壮大所必需的。创立者头脑中的战略往往是单纯的，它必须接受重新修订或者扩展以适应市场现实。著名变革管理顾问Dell Larcen指出，“初始CEO让产品问世，但是很少有人能够应付产品上市之后的挑战”①。

因此，风险投资家就必须肩负起这个重担。他们不仅要在第一时间发现问题，而且还要发起并操刀CEO更迭的整个过程。有人甚至认为，这是风险投资家作为董事会成员对被投企业作出的唯一重要贡献。然而，由于风险投资公司和创立时的CEO一般都会对企业抱有不切实际的期望，于是董事会常常忽视CEO需要变更的早期信号。更换创立时的CEO经常是一个充满愤怒、不和和反对的过程。正因为此，在这一过程中，公司的资源、时间和人才很可能被不必要地消耗。

在前文的例子中，我们可以发现几个具体的问题：CEO领导不力，董事会不能达

① Quoted people are all acknowledged at the end of the book. No need for footnotes on personal interviews or quotes.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成共识，以及创始人对自身报酬的不切实际的期望。但是，我们还是可以从这个例子中得出两点教训，这些教训广泛适用于被投企业，不局限于个人关系并且有具体的适用情境。

第一个教训是，由于很少有 CEO 能够像比尔·盖茨那样一路带领企业走向成功，所以风险投资家需要采取积极主动的态度，从第一天开始就做好将来要更换 CEO 的预期。这就意味着风险投资家要和 CEO 开诚布公地讨论他（她）的优势和劣势，持续地评估 CEO 的表现，并且与创始 CEO 建立一种超越管理变化的关系，开创一种双赢的局面。这样做的结果是，创业者将在公司中找到新的角色，继续为公司贡献自己的力量。

第二个教训是，多数情况下董事会都会忽视 CEO 更迭的早期信号。相反，他们后来发现自己必须与 CEO、日常运作的问题以及董事会里的人际关系变化进行斗争。有经验的风险投资家应该以一个投资者的身份，为董事会带来有价值的认知和行为模式。在本章中，作者将要阐述一些可能出现的早期信号，以及信号产生的机理。最后，作者将给出应对 CEO 更迭这一挑战的最佳做法。

二、CEO 的更换是被投企业发展演进中自然的一步

创业者必须意识到，如果他们在创业之初选择引入风险资本的支持，那么随着公司的发展壮大，他们个人在公司的角色和定位将很可能发生改变。事实上，很多研究者都注意到了这种情况。哈佛商学院的 Noam Wasserman 把这种现象称为“成功悖论”（Paradox of Success），他评论道，为了筹集尽可能多的资金，创业者也把自己置于资本提供者的支配之下，而这也就增大了将来更换 CEO 的可能。Wasserman 进一步指出，一旦最初的产品被成功开发出来，创业者在技术方面的专长和企业进一步发展的新需要之间错配的状况就变得日益明显①。当然，创业者的技术天赋时至今日依然是企业成功的关键因素之一。

2003 年，组织变革领域的专家 Dennis Jaffe 和 Pascal Levensohn 指出，在一个企业商业化的早期阶段，也即当公司从研发阶段的项目发展演变为拥有消费用户的真正商业企业的时期，是最有可能发生更换 CEO 的阶段。而这对于创业者来说，通常是很难接受的。

在 Dennis Jaffe 和 Pascal Levensohn 的论文中，他们讲到，“当自己如幼雏般呵护的公司经历着快速的收入增长和超过预期的优异表现时，许多创业者却发现自己被超越或者需要更加精确的技能，这令他们感到很伤心。对于创业者而言，这在情感上是很难以接受的。因为正是他们在研究和开发过程中倾注的汗水与努力，为公司今天的成功奠定了基础。在公司商业化早期更换 CEO，在创业者看来是风险资本的背叛。”②

创业者之所以产生这种遭到背叛的感觉，主要是源于风险资本与创业者之间缺乏关于公司发展的有效沟通。另外，这种感觉还可能源于创业者对企业的难以割舍的感情，

---

① Wasserman, N. (2003). Founder-CEO succession and the paradox of entrepreneurial success. Organization Science, pp. 149-172. (Paper available at founderresearch. blogspot. com.)

② Jaffe, D. T. and Levensohn, P. N. (2003). After the Term Sheet: How venture boards influence the success or failure of technology companies. (White paper available at www. levp. com.)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即该企业已经由于获得风险资本的注资而脱离创业者的实际控制。在创业者的观念中，往往将风险资本视为是自己找来帮忙办企业的帮手，召之即来，挥之即去。但事实上，风险投资家已经通过购买股权，获得了决定企业未来发展战略的权利。

平稳过渡的关键是，在双方最开始接触的时候便就公司将来的发展进行对话。Jaffe 指出："一开始就要确定正确的基调：当好一个 CEO 是很难的。一个人即便再优秀也不可能面面俱到；作为被投公司的 CEO，他（她）将要接受来自董事会的定期评估；并且 CEO 一般都不能陪伴自己创立的公司走过太长的时间。" 而且，他还巧妙地建议风险投资家应该将这些内容也写进合约，从而为将来指导 CEO 工作或是最终更换 CEO 埋下伏笔，并且不会让 CEO 感到自己遭到了背叛。上述方式与一些风险投资家的风格形成强烈反差，这些人用不恰当的方式来激励创业者，并且向他们传递这样的信息：他们有可能成为出色的经理人，带领企业乘风破浪最终走向成功。风险投资家这样做可能是为了让创业者更加安心，从而在产品研发的关键阶段发挥更大的作用。然而，这种做法却为今后的麻烦埋下了伏笔。

具有讽刺意味的是，CEO 是企业中唯一不受正式、周期性业绩考核约束的雇员。更常见的是，即使 CEO 主动向董事会报告，董事们也乐得置身事外。只要公司没有偏离先前设定的发展轨迹，董事会都不会干涉 CEO 的工作。

CEO 们当然更希望董事会采取这种不干涉的方式。但是毫无疑问，这会使将来 CEO 的更迭显得突如其来。因为，真到了那个时候，董事会就只能因为公司经营中出现的一个严重问题，或是公司一直没能摆脱困境而要求撤换 CEO。明智的做法是规范 CEO 业绩考评程序，并把它融合到董事会议事日程中。例如，规定董事会每年要对 CEO 的工作情况进行两次讨论。如此一来，CEO 就能从业绩考评中得到反馈，甚至在问题严重到使他让贤之前得到指导。组织发展顾问 Dell Larcen 在参与到被投公司的 CEO 更换工作时，曾这样评论到：

"我常为我所见的理想和现实之间存在的巨大鸿沟而感到震惊。人们作出了太多的假设，而它们又都是在没有进行公开而诚恳地讨论之前就被提出了。如果能将一种好的规范应用到日常工作之中，它将帮助我们避免许多问题；即便在需要进行 CEO 更换的时候，也能让事情进行得更顺利。"①

Richard Redelfs，无线半导体公司 Atheros 的前任 CEO，现在已经是一位风险投资家。他补充道：

"现实中没有 CEO 是无所不能和完美无瑕的。CEO 需要强有力的高管同事来弥补他们的不足。而且，从被聘用的那天起，CEO 就需要得到董事会的支持和鼓励，从而在他们自身的局限尚未给公司带来任何实质性问题之前就将问题解决。这样的做法将有助于减少 CEO 更迭的发生。"②

三、对 CEO 更迭达成共识的困难所在

在一篇 2002 年发表的名为《创始人的"逝去"》文章中，供职于经理人招聘公司

---

① Source for Dell Larcen quote.

② Source for Richard Redelfs quote.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

SpencerStuart 的 Scott R. Gordon 发表了看上去非常苛刻的观点：“更换创始人/CEO 的工作必须提早着手。事实上，在一切还没有完全明了之前，董事会就应该敏锐地洞察到蛛丝马迹，并为此做好准备。”他还说，“你永远也不会听到董事会为创立者或 CEO 的过早替换而惋惜。”① 令人沮丧的是，现实的情况正如 Gordon 所言。也许一些 CEO 会认为风险投资家变得太快，无情又无义。然而，实际上风险投资家总是行动得太迟，因为他们必须经历一段时间才能渐渐发现 CEO 的缺点，以及它将给公司带来的麻烦。

这样说并不是认为被投公司董事会可以轻率地更换 CEO。事实上，风险投资家非常认可创立者 CEO 的贡献和对企业的忠诚度。同样，他们也认识到 CEO 的变动会给公司的稳定经营带来一定的风险。更换 CEO 绝不是什么“一锤定音，败者出局”的无情决定。例如，当一个综合素质非常好的 CEO，只是在某个方面，比如销售方面存在缺陷，公司可以通过聘用得力的销售经理来弥补管理层在这方面的不足。如果 CEO 在沟通方式上有欠缺，无论是对内还是对外，董事会就可以出面为管理团队提供资信和指导。

但是，上面讲到的种种努力只对明眼的经理人才有意义，因为他们能清晰地认识到自身的优势和不足。然而，正如 Heidi Roizen，一位资深的风险投资家兼企业家所描述的那样，现实中更加常见的情形是，随着 CEO 越来越不知所措，CEO 替换的进程就像是各种行动和麻烦不断积累的过程。“当我思考什么样的迹象才是‘确定信号’的时候，我意识到它更像是海浪冲刷海岸的感觉。大部分情况下，不是单一事件而是众多微妙的事件使你不断地‘感受到’更换 CEO 的时刻就要到了”②。

当企业出现问题时，也不能一味地只关注于上文提及的“感受”。及时发现问题并积极地寻求解决的办法，是成功的风险投资家所必须具备的能力。但是，有一个原因会造成许多风险投资家在相当长的时期内感到不安，但并没有采取行动。因为，替换 CEO 是一个复杂的过程，它需要有约定，当面会谈，后续跟踪，作出决议，更优的替换人选。这个过程可能会改变人与人之间的关系，包括董事会成员之间的关系，作为整体的董事会和高级管理层之间的关系，发起更换要求的董事和现有 CEO 之间的关系等。从董事会商议到最终更换 CEO，这个过程相当关键，甚至可以说风险投资家对企业最大的贡献，或是最大的败笔，就发生在董事会评估 CEO 更迭时其所起的作用。然而，这一过程又必然是主观的，它需要集中所有风险投资家的全部智慧对 CEO 在公司的去留议题上作出准确的判断。Roizen 曾指出：

“你得明确表达你所期待的是什么，指出如何保持公司在这个过渡期间的业务正常运行。你还要选出一个人负责招聘工作并且花费时间让他尽快明确任务，然后开始面试，最后就人选问题达成一致。接下来，你不仅要决定 CEO 的报酬，还要处理这个变更给整个管理团队的薪酬和股权激励计划带来的影响。这是我们最难做的事情，所以大家都不愿意接受做这种事的机会。”③

---

① Gordon, S. R. (2002). Easing out the founder. (White paper available upon request from SpencerStuart at www. spencerstuart. com)

② Source for Roizen quote.

③ Source for Roizen quote.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

四、发现早期征兆

风险投资家应该重视自己的直觉，特别是在企业 CEO 的领导能力让他们越来越担忧的时候。然而，他们也不必只依赖直觉。从与风险投资家、首席执行官和管理学专家的讨论中，我们总结出六种常见的早期预警信号。在日益复杂的任务和挑战面前，许多首席执行官所采取的策略值得在董事会上立即接受讨论，有时甚至需要董事会成员采取切实的行动。相反，如果任其发展，它们可能会严重削弱公司的实力。

（一）走上了错误的道路：抵制或拒绝董事会的参与

如果 CEO 是首次担任这个职务，或者 CEO 是企业创始人的话，董事会在他们眼里就像一个严格的咨询小组，他们常常会忘记这样的事实：CEO 是受雇于董事会的，并且要向董事会报告。当这位首席执行官专注于他们预先制订的计划时，这种友好、支持的气氛可能持续一段时间。随着公司走向成熟，首席执行官的责任也日益复杂，董事会成员将与首席执行官共同分享其他企业的经验和值得借鉴的做法。如果首席执行官对于董事会成员的建议没有作出积极的反应、不愿意考虑战略转变、顽固地坚持一个并不奏效的计划，这个时候我们就应该把这些现象看做一种“早期信号”。这种信号的表现有很多：如果 CEO 人比较内敛，他可能在董事会上表现出愿意接受建议的姿态，而实际上却根本不执行；或者，CEO 可能根本就不把董事会的建议放在眼里。

（二）不在公司露面，并且无法取得联系：回避

如果首席执行官感知到问题的存在，但不知道该如何解决，这个时候他可能会用最古老的方法来逃避。虽然听上去匪夷所思，但是这样的情形却并不罕见。当 CEO 面对工作中的挑战而手足无措时，他们可能会积极寻找机会进入其他公司董事会、休假，或者投身于政治的、社区的以及慈善性的活动之中。如果一位 CEO 因为忙于上述活动而缺席本公司的活动，那么可能有几种原因：他或她在寻找外部的机会，或是试图寻找确保其地位的信号，或者是其已经失掉了作为被投企业 CEO 的最基本的素质——紧迫感（Fire in the belly）。如果董事会联系不上 CEO，或者从公司雇员处得知这种情况经常出现，抑或得知 CEO 常因参加外界活动而缺席本公司的重要会议，这个时候董事们必然会感到担心。

（三）愤怒：情绪化并且好斗

健全的人格是一个首席执行官成功的先决条件。如果 CEO 以恶劣的态度对待董事的合理问询，无论这种情况发生在私下还是正式的会议上，都应该引起董事会的警觉。良好的判断力、理性的反应和在压力下仍然能保持冷静的能力是一个首席执行官必须具备的素质，他们也应因此享受更高的报酬。而企图用威胁甚至敲诈的手段为自己谋求更高的薪水，显然是一个危险的信号。

（四）沉默对抗：切断通往董事会的信息渠道

试问：首席执行官最后一次主动给董事们打电话是什么时候？如果你发现这个简单的问题竟然难以回答，那么请注意了，它可能是在告诉你：你的 CEO 正在试图争取自己对公司的绝对控制权。投资者中也有利益相关者，首席执行官们必须将如何影响投资者的预期当作一项重要的任务来完成。通常情况下，每名董事应从首席执行官那里提前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了解到相关信息，每个月至少一到二次，可能是提前庆祝好消息，也可能是讨论挫折，或者仅仅探讨一个简单的问题。假如一个董事总是从其他董事或者公司员工那听到坏消息，而不是首先听到首席执行官的报告，这暗示着事实上有更多的坏消息，只是你现在还不知道。

（五）推诿和指责：对关键运营细节的一无所知

如果 CEO 越来越频繁地就企业的失误推卸责任，声称其他高管擅作主张，并且没有任何清晰的计划以改善企业的处境，或者干脆试图将问题扔给董事会来解决，这些迹象都预示着问题的存在。观察家 Richard Redelfs 特别指出，如果 CEO 对公司中除自己亲历的工作之外的情况越来越不清楚，董事会就要对此提高警惕了。事实上，要想让公司业绩能更上一层楼，CEO 必须时刻着眼于业务的方方面面，还要确保在自己并不擅长的那些部门里，都有一位强有力的经理负责。Richard Redelfs 还强调说："当一天结束的时候，首席执行官有义务反省自己，发现不足，并通过建立一个团队来弥补自己的弱点。"①

（六）"拉起吊桥"：指使管理团队回避董事会的问询

当绩效不够好时，CEO 将管理团队中其他成员对董事询问的答复作为检验他们是否对自己忠诚的标准，宣称所有管理团队成员都不能私自联系企业的董事，除非事先得到他本人的同意。如果每当董事们打电话给某位高管询问公司的经营状况，之后都会得到来自 CEO 的直接回应；或者他们从其他高管处得到的答复听上去是那么地不可信，这就是一个值得警惕的信号。同样令人不安的情形是，首席执行官试图在与董事的私下联络或会面中讨论公司遇到的重大问题，而不是把它拿到电话会议或者董事大会上去讨论。我们的顾虑是，首席执行官可能用这种周旋的策略来讨好每一位董事。

以上这 6 个信号，每一个都预示着公司的经营将可能出现严重的问题。在这个阶段，公司的管理团队可能还很团结、积极，并且带领企业按着计划发展，也没有遇到特别明显的重大挫折。然而，如果听之任之，董事会很快就会看到下面两种严重的情况出现。这时变革也就不得不进行了。

不准确的预测。如果一个首席执行官不能准确判断出公司成功的关键要素，这就必须引起关注了。季度销售额长期下降，不能准确地预测出获得新客户和完成合约所需要的时间，或者开发进度长期拖延，这些现象统统表明首席执行官没有能力管理好企业。举个例子，让我们来考虑这样的情况：首席执行官掌握着所有同重要渠道合作伙伴的关系，然而，数月之前首席执行官就承诺给董事会的大型采购订单却被无限期地往后推迟。而当董事会想要自己去调查这件事情的时候，CEO 却百般阻挠，以至于董事会根本无法得到一个明确的解释。这意味着更换管理层的时刻真的来到了。

最优秀的人才离开，而一般的员工留下了。这是一个关键的信号，说明 CEO 已经身陷麻烦、地位不稳而又想方设法地周旋于各方之间。如果副主席职位的雇员辞职数量增加，而 CEO 又无法补足这些空缺职位，这就表明被投公司的 CEO 领导力出现了问题。如果雇员以个人原因或者是生活方式改变作为离职的理由时，就要引起董事会的特

---

① Redelfs quote citation.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

别注意了，因为这一般就意味着事实上他们不看好公司的发展方向和前景。另外，如果CEO 对于那些曾经受过奖励的管理人员的离职的态度是“公司没有他们将会发展得更好”，“他/她并没有那么优秀”，这就更加值得注意了。如果董事会直到高管离职时才第一次听说他们业绩不佳，那么 CEO 要么是不了解手下，要么就是在努力粉饰业绩。另一个相关的信号是 CEO 尽力保护那些已经在工作中焦头烂额的员工。这也许是因为CEO 在保护一个忠诚的朋友或知己，而全然没有考虑到公司的利益，确实，经理可以在工作中慢慢地成长、进步，但是一家被投公司里的高管职位并不是留给那些尚需要培养锻炼的初级经理人的。

当然，所有这些所谓的“信号”都是基于对 CEO 行为和处事态度的主观判断和解释。所以，董事会不能凭借单一的某个“信号”（比如：某一次和 CEO 失去联系，或者一个经理人的辞职）而决定要更换 CEO。但是，每一次出现这些“信号”的都是在提醒董事会，应该更加关注 CEO 的言行。有些早期“信号”实际上是为了掩饰已经出现的问题。所以，董事会需要分清公司是否真的存在领导问题。管理变革专家 Larcen 发现，“即使当 CEO 的无能已经造成难以忍受的内部压力，他手下的经理们一般也不会越权向董事会报告，他们不会主动透露问题到底出现在哪里。这里就出现一个有趣的问题：上文提及的这种情况，到底能瞒得了董事会多长时间?”①

五、CEO 更迭进程中的关键点

即使董事会已经对 CEO 的更换达成了一致，单个风险投资者（VC）股东仍可能会因为有顾虑而行动迟缓，这些顾虑包括：“希望 CEO 能有更多的时间，担心这一改变将给公司带来的影响，担心 CEO 更迭的过程和新人选的问题，以及操心如何找到更好的人选”等。来自 VC Kevin Compton 的 Kleiner Perkins 这样说②。正因为此，大部分 VC 把确保管理层支持公司更换 CEO 视作一项特别重要的任务。倘若处理得不好，这一过程将有可能使公司的经营陷入瘫痪。CEO 也许会努力悄悄地让自己在董事会复职，或为自己争取到更多的时间。这个时候，感到前景不确定的经理们也许会提前为他们自己谋划出路，而不再全身心投入到工作中去。

如果董事会认为必须马上更换 CEO，他们必须得招募到一个特别有才干的 CEO，或者在现在的管理团队中重新分配职责，使他们能担当起原本属于 CEO 的工作，但是这要面临经理人大范围出走的风险。与经历组织内部重要的经营瘫痪相比，尽早行动是最好的。Promod Haque，Norwest Venture Partners 的经营伙伴指出：

“19 年来我所看到的董事会犯的一个通常错误是，因为害怕引起公司震荡而没能及时撤换表现不佳的 CEO。而事实上，一般情况下即使不同意董事会的决定，其他经理人也会挺身而出负责更多的工作。许多情况下，在董事会忙于招募新 CEO 的时候，经理们会帮助企业走过这个过渡时期的。”③

---

① Cite for Larcen quote.

② Cite for Kevin Compton of Kleiner Perkins quote.

③ Promod Haque citation.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

董事会面临着两难的处境①，要么容忍现任CEO，要么撤换他，承担公司经营可能因此中断并且关键经理人出走的风险。两种结果都不是我们希望看到的。如果董事会选择了前者，它就必须制订一个长期的计划，保证CEO在短期内能继续他/她的工作，同时尽快减少公司对这个人的依赖。如果董事会决定立即撤换CEO，它必须迅速聘请到一位有才干的CEO或者重新安排现有的人才去补足CEO的职能，抑或聘用一个临时的CEO。

与其承担经营中断的风险，被投公司不如尽快采取行动，雇佣一个临时CEO。董事会应该尽量避免在现任CEO尚任职期间就开始私下里招聘新一任CEO。著名猎头公司史宾沙（SpencerStuart）的Scott Gordon认为，“这样一来，公司中拥护现任CEO的派别将可能对新CEO的工作进行阻挠，大大降低了人员更替成功的可能性。最糟糕的情况是，最终现任CEO带着一大批人才一起辞职。”② 相反，聘用临时CEO可以使董事会集中精力招聘新CEO以及其他管理人员。作为硅谷常年从事这一领域的临时CEO，John Peter提出，一个临时CEO的最佳任期时间为4到6个月。他认为，“对于一个处于困境的公司，临时CEO能有效解决日常问题，促使公司平稳过渡，从而也更可能为董事会提供吸引更优秀的CEO加盟的良好环境”。③

从决定要更换CEO到这一过程正式开始，往往比预计中来得更长。因为，董事们常在一些最基本的事情上缺乏有效的沟通。比如，该由谁担当起全过程的职责，每一位董事在其中应该起怎样的作用，该由谁作为正式代表同CEO进行沟通，大家都同意了的决议又是什么。

许多董事会中设有外部董事，较之于董事会中的风险投资家，这些人常常会从不同的视角看待问题。在如上情形中，有效利用外部董事能促使董事会达成共识并且保持董事会内部的平衡。外部董事也能成为CEO和风投间的重要缓冲剂。通常，管理层认为外部董事能减少冲突，并能够有力维护公司所有人的利益。理论上，独立董事通常是该行业和（或）管理方面的专家，当然他也可能本身就是一名CEO，从而能够指导公司CEO并且为管理层树立榜样。

思科公司前董事兼首席技术执行官Edward Kozel，目前是几家技术公司独立董事，他发现独立董事在促成同原CEO的协商中常起到关键作用。他认为，“独立董事中立的特点，使其能不带感情色彩地同原CEO一道解决迫在眉睫的问题，以及随后的协商问题，也总能缓和气氛，让大家集中精力来解决对CEO和公司来说都关切的问题。”④

六、CEO更迭的操作建议

即使在CEO不愿意卸任的情况下，董事会也应着力促成大家达成一致，使创业者在卸任后仍然能够参与到公司的发展中来。特别是，如果创业者手中的股份足以使他有

① 关于CEO更迭中的董事会冲突，下节专门讨论。

② Gordon，S. R. （2002）. Easing out the founder. （White paper available upon request from SpencerStuart at www. spencerstuart. com）

③ John Peters citation.

④ Kozel citation.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资格成为公司董事，这样的安排显得尤为重要。

另一个最近面临 CEO 变动的案例颇具启发意义。这是一家刚刚起步的软件公司，由一名技术型人才创立，员工也多由其家族成员构成。这家公司拥有很棒的产品，而 CEO 在成本控制方面也做得相当出色。引进风险投资后，该初创者却依然秉承着家族管理的理念，他只信任少数亲信，并且反对公司进行扩张的投资策略，而这种扩张正是新进投资者获得合理回报的必由之路。

领投的风险资本明白，创业者的支持对于公司下一步的战略极为重要，而这个 CEO 却并不是能带领公司进一步发展的人选。这个时候，风险投资家并没有选择消极等待，而是积极地采取了措施。他们把销售额目标写进合同，倘若这一目标没能实现，CEO 将遭替换。

最终，销售目标并未实现，但由于雇佣条件在原始合约已写明，从而消除了感情因素和人际关系的负面影响。而且，风险投资家坚持让 CEO 留任主席并负责产品销售，这正是 CEO 擅长的两项工作，由此 CEO 能继续给公司创造价值。在此之后，这位 CEO 确实为公司作出了重要的贡献。然而，他的风险厌恶型战略还是在一定程度上阻碍了公司的发展。风险投资家再一次掌控了主动权，与 CEO 达成一致，他们将在之后的数年内逐步收购 CEO 手中的股份。如此一来，既保持了创业者对公司一如既往的忠诚和支持，也创立了一个更为稳定和团结协作、齐谋发展的董事会。

在同风险投资家以及其他相关专家的讨论中，作者发现，有一系列措施能够使棘手的 CEO 更替过程更易推进，从而推动公司的进一步发展，同时也促进了更有利的可持续发展关系的产生。即使 CEO 的更替是由一些历史上的分歧所带来的，公司也应抓好 CEO 更替这一契机推行举措，以降低未来犯错误的可能性。在 Adams 对欧美近 200 名风险投资公司及私人公司董事会的调查中，调查者发现 64% 的公司撤去初创者的 CEO 职位，同时大部分的董事会也撤除了第二 CEO 的职位①。对于董事会中的风险投资家而言，他们都应该推行如下的措施，使得 CEO 平稳更替。

(一) 预期明确化，考核周期化

董事会应要求 CEO 定期进行报告，且从组建之初就应给 CEO 设定目标值和期望值，同时还需做到定期考核。在任命之时和若干周期内，董事会和 CEO 之间根据实际情况对工作和公司发展预期达成一致意见。董事会应至少每年对 CEO 的表现进行全方位的考核，并及时听取管理团队、董事会成员及其他重要股东的反馈意见。

要特别重视我们前面所讨论的“预警信号”，董事会应该向 CEO 提供公平公正的反馈，内容应涵盖 CEO 需要改进的地方、公司未来的发展计划等等。在这一过程中，公司可以聘请外部的咨询公司进行全方位的考核。咨询公司主要负责向董事会提供基于反馈意见的报告与建议，同时为 CEO 提供未来发展的指导意见。在需要的时候，咨询公司可以用来告知 CEO 需要在哪些方面进行改进。通过设立明确的目标，董事会可以在早期警报出现时依据这个客观的标准同 CEO 进行交涉。在接下来的讨论中，董事会

---

① Adams, D. D. (2005). Shining a light on the critical role of boards: A survey of boards of private equity-backed companies. (White paper available www. capitalval. com)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所给出的关于该事项的陈述都应是不带主观色彩的，而 CEO 应陈述自己的观点。这些程序后，双方就要进行具有建设性意义的讨论，通过各种观点的碰撞与调解，最终形成一个修正后的发展计划。

（二）确定一个公平而积极的最终计划

同 CEO 进行富有建设性的讨论过程，往往需从一些基本事宜开始。首先，各方应该不带主观色彩地参与到这一过程中，唯有这样，对话的过程中才可能保持判断的公平性与准确性。在某些特殊情况下，比如因主观色彩过浓导致讨论陷入僵局的情形中，咨询公司能更好地解决这一问题。同时，一般地，董事会应该指定代表与 CEO 协商，并且建立相互信任的关系。之后，CEO 必须开始去思考如下这些问题：

（1）公司是不是在走向成功？

（2）如果不是，该怎么办？

（3）在某些关键领域，我的弱点是如何成为公司发展的瓶颈的？

（4）是我自己在继续全力追求成功，还是公司真的需要我？我的那些缺点会不会拖累公司？

根据自己在这一领域多年的实践经验，管理顾问 Larcen 认为，“当针对 CEO 的评价是由其本人和一个向董事会汇报的顾问共同推动时，大部分首席执行官都会承担起作出正确决定的职责。”①在上述过程中，相当关键的一个要素是 CEO 和董事会不是互相敌视的。相反，董事会针对公司目前发展的需要以及现任 CEO 能否带领公司继续发展，提出了一个富有建设性的评估过程。

（三）一旦决定更换 CEO，董事会就要作出明确的表态

当 CEO 更替计划确立后，董事会和 CEO 应该就人员更替的原因向雇员、顾客、投资者和其他股东进行沟通。各方都必须遵守这一决定，这是十分重要的，如果决定没有公信力，那么就会产生副作用。一个令人信服的说明既需说明原 CEO 的重要功绩，又应该对将要招募的新 CEO 的技能与经验有一个简要介绍。同时，对于原 CEO 的现职位以及人员更替的时间表要做详细说明。

如果真能按上述要求来执行，统一、清晰的说明将有利于维护原 CEO 的声誉，同时为公司未来发展奠定一个良好的基调。将原 CEO 加入到决定新 CEO 的过程中，往往是一个不错的选择。例如，董事会招募 CEO 委员会将能根据原 CEO 对申请者形成一个基本标杆与门槛。然后，董事会可以请创业者从一堆资历符合的申请者中选拔出接任者。这些行为向公司的管理层表明了一个姿态，那就是公司新一轮的发展并不意味着是对前任 CEO 的背离与否定。

（四）CEO 更换结束后，公司不能再将任何问题归咎于前一任管理层

不论原 CEO 是否在公司留职，继任 CEO 都不应该公开谴责前任管理者所做的错误决定。继任 CEO 应着眼于公司未来，探讨公司的愿景、价值、目标、战略及计划等等。继任 CEO 应强调在他/她的带领下，公司的未来将会呈现怎样的不同之处，而不是去一

---

① Footnote for Larcen quote.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

味否定其前任的决定与举措。

七、结论

每个成功的风险投资家都有自己独特的性格特征与技能。然而，之所以能够取得长久的成功，是因为他们都具有一个共同的特点，这就是良好的判断能力。通常，对于个人抉择的信念以及强烈的自我意识可能会与进行正确判断相冲突。最终，董事会成员会因为不愿承认失误，或是不愿承认公司进一步的发展呼唤新的领导层，而导致了公司董事会的分崩离析，从而对更替 CEO 的警告信号视而不见。

董事会要保证公司领导与管理水平的高效，就应该摆脱个人主观色彩的影响，而从公司大局利益的角度去考虑。董事会同管理层共享一个合理的预期、关注早期的预警信号以及决定由其他人掌管公司能否提升管理水平等，这些举措对于公司的发展都极为重要。董事间尽早地从职位所需的角度去讨论 CEO 接替事宜，也能更为主动并且富有成效地达成统一意见，从而避免了将来必须紧急弥补管理层空缺的尴尬。

第三节　董事会冲突与解决

一、初创企业的董事会冲突仍普遍存在

2009 年 10 月，美国风险投资协会（National Venture Capital Association）与道琼斯风险资本（Dow Jones Venture Source）联合发布了一份名为“会议桌上的席位”（A Seat at the Table）的报告①。报告通过对 300 位风险投资家和 200 位首席执行官（CEO）的问卷调查，揭示了在这些已接受风险资本注资的企业中，其董事会的构成、变动以及行为方式等方面的特征。不过，该报告中关于董事会冲突的部分，还有必要放在当下的经营环境中进行更深入的讨论。报告称，风险投资家们已经与企业的 CEO 就董事会冲突的原因以及其中的诸关键问题达成一致看法。然而，本书作者并不认同这种观点。因为，作为一名风险投资家，无论从作者的切身经历，还是对这一行业多年的了解来看，董事会冲突这一问题一直鲜有改善。眼下，被投公司面临着前所未有的董事会冲突的压力。在过去的 3 年②中，关于董事会结构变动这一问题，作者并没有看到任何有建树的进步发生。而在 2009 年，风险投资家的日子仍不好过，因为他们必须同时应付系统性的流动性危机以及由此导致的投资机会锐减。

被投公司董事会中存在这么多压力的最重要的原因就在于上文报告中所指出的“管理团队的搜寻与变更”（Executive Management Search/Change）。

实际情况是，风险投资家们在经济利益以及战略规划上各持己见，于是造成了他们之间的利益冲突，并且这种冲突越来越明了，最终给董事会带来了巨大的压力。调查结果也显示，个人间的冲突被认为是造成董事会上风险投资家与 CEO 间冲突的重要原因。

---

① 该类调查从 2006 年开始，每年都公布调查结果，已历 3 年。

② 这是指与 2006 年相比，已过 3 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一般地，CEO 会将保证企业管理团队的股份不被进一步稀释看做他们异常重要的任务。而这却总是与风险投资家的目标相违背，特别是如果被投公司没能实现既定规划，而需要进一步注资的时候。金融危机使上述情景在全球范围内的被投公司中不断重演，因为这些初创企业尚不具规模，没有能力通过内部融资来抵御危机的寒冬。

哈佛商学院 Noam Wasserman 进行的一项研究表明，在风险资本退出被投公司之前，大约三分之二的公司更换过 CEO。因为只有如此，风险投资公司才有可能影响 CEO 和风险投资家各自的预期，以达到化解董事会冲突的目的。

下面作者将列举五种情形，它们可以被看做是董事会冲突的前兆。主要包括以下几项。

（1）CEO 不积极回应董事会成员的建议、董事会的战略变革，或者执意继续一项并不奏效的计划。

（2）企业明显遇到了问题，但是 CEO 却采取回避的态度，例如：加入其他企业的董事会，频繁休假，或者积极参与政治、社区以及慈善性的活动。如果一位 CEO 因为忙于上述活动而造成对本企业管理的失职，那么这个人就已经失掉了作为被投企业 CEO 的最基本的素质——紧迫感（Fire in the belly）。

（3）CEO 切断了通往董事会的信息渠道，并且几乎不再与董事会成员私下联系。正常情况下，CEO 应在董事会议前联络每一位董事成员，并且每个月都要与他们沟通，分享经营上的成果，也一同讨论企业遇到的困难，或者是仅仅就一项基本的管理议题进行商榷。

（4）CEO 越来越频繁地就企业的失误推卸责任，声称管理团队中的其他成员并没有在事前通知自己。并且，CEO 也没有任何清晰的计划以改善企业的处境，或者 CEO 试图将问题扔给董事会解决。

（5）CEO 将管理团队中其他成员对董事询问的答复作为检验他们是否对自己忠诚的标准，宣称所有管理团队成员都不能私自联系企业的董事，除非事先得到他本人的同意。如果 CEO 之下的管理层都不能对董事成员的询问作出直接而真实的回答，这时该企业就必须引起注意了。

上述情形之所以常常出现，是因为企业董事会中，风险投资家和其他董事的利益总是存在着不一致。通常情况是这样的：在种子阶段注资的风险投资家，他们见证了企业管理团队从组建到成长至今日的整个过程，因此他们已经与这个团队建立起良好的友谊和充分的信任，并且他们非常希望能继续维持与企业 CEO 的关系。然而，没有人会期望董事会中的独立董事以及在后面的阶段才加入进来的投资者能与那些先行者抱有同样的愿望。特别是当企业遭遇困境的时候，CEO 们会更加积极地捍卫自己的“领地”。这是 CEO 在这种情况下的通常反应，因为他们不相信董事会最终会作出真正有利于企业发展的决策。

投资者与企业 CEO 间冲突的另一个来源是，董事会倾向于获取短期收益，而不会从更深层面为企业着想。通常，董事会并不能回答这样一个基本的问题：“我们采取了正确的战略么？”为什么会出现这种状况？因为，CEO 希望垂拱而治，而董事会则没有时间对这个问题进行深思熟虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、首席执行官（CEO）更换中的董事会冲突

在 CEO 更迭的过程中最常见的困难就是 CEO 和风险投资家对于董事会内部最普遍的矛盾看法不同。下面是来自 2006 年的调查数据（见图 7.1）。

VC 把“个人性格”（Personality）看作董事和 CEO 之间矛盾的最主要原因，占 27%，其次是“退出方式”（Exit Strategy）占 22%。最有趣的是，在 CEO 的反馈里，竟然都没有提及“个人性格”（Personality）这个原因。

“公司价值评估”（Vauations，24%）和“日常开销约束”（Burn Rate，22%）是 CEO 认为的最主要的两个矛盾。显然，CEO 的回答反映了他们自身的经济利益。“公司价值评估”（Vauations）必然导致管理层和风险资本间的矛盾，因为管理层持有普通股，而这些股票的受偿顺序次于优先股；优先股是 VC 在被投公司中持有的股份①。“日常开销约束”（Burn Rate），其实是同样一个问题的另一种表现。创业企业必须首先实现一定水平的销售收入，才能达到收支平衡。而公司每个月的支出，就是我们讲的“日常开销约束”（Burn Rate）。因为每一家公司只有有限的资源，所以 VC 投入的每一美元都会稀释管理层的利益。结果，管理层就必须承受巨大的压力，因为他们必须在双方商定的资本和时间约束下，开发出性能良好的产品/服务。VC 想投入最少的钱，而拥有尽可能多的份额。管理层也想拥有尽可能多的份额，但是他们需要风险资本的资助来实现产品的开发。事实上，管理层很少能实现他们最初的计划。

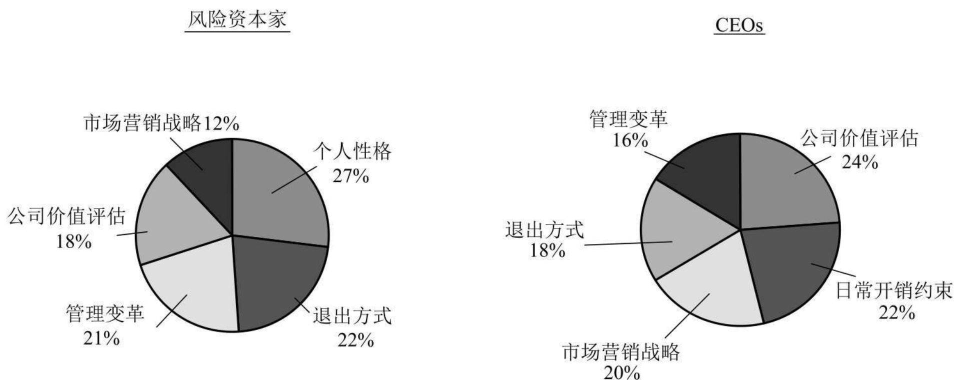


图 7.1 董事会和 CEO 冲突的原因

资料来源：Dow Jones VentureOne/NVCA/9/6/09.

这也解释了为什么 VC 和 CEO 在退出策略上有巨大矛盾。当一家公司被并购的时候优先股被优先支付，因此，管理层希望公司能卖到一个大价钱。相反，VC 则可能接受较低的收购出价。如果他们发现公司不太可能进行 IPO 或者他们对公司管理团队丧失了信心；或者，VC 有给基金出资人发放现金回报的压力，例如 VC 的投资基金快要到期了，投资者将要索取他们的投资回报。但是，这些理由都不能解释为什么“个人

① For more information on this topic, please refer to the section on Investment Structure.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性格”（Personality）是 VC 所认为的首要问题，但是却被 CEO 所忽略。这个现实又一次证明，VC 和 CEO 能否以坦诚的对话来开始他们之间的合作，对于之后的道路是至关重要的。

在同许多经验丰富的 CEO 的交谈中，我们提出了一个问题：你认为什么原因将导致你离开公司？几乎所有人都回答说，在他们对这份工作失去热情的时候。“眼下的工作已经不能让我感到兴奋。”“我已经没有办法想出解决公司面临的重要问题的好主意了。”“我已经不再相信我们对顾客和投资者做的推销了。”或者，“我已经完全失望了，我没有办法平衡董事会内部的各种不同意见，也没有办法处理自己和董事会意见的不一致。”

对事业的热情之于创业者，是非常重要的。他们常会凭借是否还怀有这种感情来决定自己在公司的去留。创业者的热情、精力和创意的消失是有其原因的：丧失了自信。这其实是很正常的，因为创业者可能会渐渐地感到不知所措，或者由于没有能力去处理不断成长的企业所面临的越来越多的挑战。失去自信是不好受的，并且会产生不安，所以许多 CEO 在认为公司的需求超过了他们的能力时会变得敏感和情绪化。另外，如果这个时候 CEO 得到了来自董事会的不切实际的鼓励，他们的失败感会吞噬他们个人并且使他们更加不安。于是，CEO 从忧伤变为失望。所以，CEO 抱怨他们不能解决董事会内部的分歧是正常的。而董事会也必须为这种情况的出现承担一定的责任。本书中关于投资后管理的部分，详细地论述了董事会内部分歧的问题。董事会没能就他们的目标和任务达成一致，是导致许多创业企业最终走向失败的最主要的原因。“我们都知道，并不是所有的投资者都有平等的发言权。付出最多，投入资本最多，并且有最好的业绩的投资人将一直左右被投公司的发展。另外，投资人在风险容忍度和耐心上的差异也会造成董事会内部产生分歧。”① 关于 CEO 更迭中的董事会冲突，下节将专门讨论。

现在，让我们从 CEO 更迭的角度来讨论董事会的内部分歧。如果一个 CEO 绩效不佳或者并不适合执行现有的计划，并且这个事实是众所周知的，就连 CEO 本人都不否认。那么，对于一群精明的风险投资家，为什么把这个问题拿到桌面上来讨论是一件如此复杂的事情呢？就像先前所陈述的一样，直面一个勤勉且为公司将来的成功奠定基础的 CEO 是一个困难的人际关系问题。但是，这同样也是一个利益不一致的问题。通常在种子阶段投资的 VC 倾向于维护 CEO，而公司的独立董事和后来进入的 VC 一般不会同意这种做法。建立在友谊和信任之上的关系，很难转变为以目标监督来维系的董事—CEO 关系。

如果任何一个董事可以对 CEO 改任作出合理且客观可行的安排，其他的董事会成员必须很辛苦地听很久才会反驳这个方案，甚至会对其中的问题视而不见。事实上，如果一家公司的董事愿意去继续要求董事会投票以解雇 CEO，这个董事会将不能正常运行，因为 CEO 知道董事会分裂了。结果，CEO 的行为会因此而改变，但却不一定是朝着最有利于公司利益的方向改进。这就是为什么董事会达成一致意见是至关重要的。

---

① Jaffe, D. T. and Levensohn, P. N. (2003). After the term sheet: How venture boards influence the success or failure of technology companies. (White paper available at www.levp.com.)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三、董事会冲突的解决

被投公司董事会中的冲突是可以得到解决的。首先，身为风险投资家的董事必须更多地参与到企业长远发展战略的制定中来，并且进行这样的发问："我们现在的决策，在今后将把企业带到何种境地？而我们这样做的目的又是什么？"为了实现这一目标，风险投资家们必须在董事会内外加强相互之间的沟通，以期取得更好的合作成果。风险投资家们有必要掌握妥协的艺术，并且将注意力集中到关键的问题之上，即怎样才能最大化初创企业成功的几率。

四、结论

由于 VC 派员进入被投公司董事会，而创业者与 VC 存在利益不一致，对事物的看法又不大相同，因此董事会的冲突长期存在且一直鲜有改善，尤其是在 CEO 更迭这类问题上。要解决这一问题，风险投资家的董事需要更多地掌握妥协的艺术，并把注意力集中到关键问题上来。



本章思考题

1. 影响风险投资家管理介入的因素有哪些？
2. 风险投资家管理介入的类型有哪些？
3. 为什么 CEO 的更换是被投企业发展演进中自然的一步？
4. 列举 CEO 的领导能力让他们越来越担忧的征兆。
5. 分析董事和 CEO 之间矛盾的主要原因。
6. 如何解决 CEO 更迭中的董事会冲突？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第八章

风险投资的退出



本章摘要

风险投资这一行，最终是以项目退出的成败论英雄的。一般地，风险投资家会选择将被投企业首发上市（IPO），或者促成其被某家大公司收购，从而结束该项目的投资并且实现其投资收益。这个过程至关重要。因为，就机构投资人而言，一个可以预测的项目回收周期，无论对于他们进行风险资本的后续投资，还是对于他们对自己的投资组合进行风险控制，都是十分必要的。从长期来看，风险投资基金必须为其投资人赚取可观的现金回报。因为，风投项目的出资人一般都持有这样的预期：他们的资金应该获得高于一般的收益，并且要与他们所承担的风险相匹配。本章先一般性地介绍风险投资的三种渠道，然后就公开上市、并购以及清算等三种退出形式进行深入讨论。在此基础上，本章还分析了全球，尤其是美国风险投资的退出状况，并对中国风险投资机制的建设与完善进行了探讨。



关 键 词

二板（或创业板）市场　IPO　MBO　企业解散　破产　清算

第一节　风险投资退出的几种形式

场外市场发展在各国政府的推动下产生分化，形成为中小创业企业，尤其是高新技术企业服务的集中性交易市场。为与标准的或原有的场内交易市场区分，因而称为第二证券市场（二板市场），或另类市场；有些国家的二板市场不是场外市场分化的结果，而是另外构建的新市场。企业间的并购行为是企业发展分化，以及企业发展战略的必然结果，通过企业间的收购与兼并实现股权转让；由于解散条款的满足或者法律要求企业解散，股权就可以通过解散清算的方式进行退出，如果企业经营不成功甚至资不抵债，要求破产，企业依法破产清算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一、公开上市退出模式

公开上市退出是指风险企业经过培育，符合公开上市标准的情况下，经过必备程序在证券市场挂牌交易实现股权转让的退出方式。公开上市的场所，可以是主板市场（这主要是符合主板市场标准的企业）；可以是二板市场（包括各种形式的为中小成长性企业提供金融服务的市场）。公开市场退出方式的增值潜力巨大，是风险投资的首选模式。

二、并购市场退出模式

企业间的并购行为是企业发展不平衡以及企业战略实施的必然结果。并购市场是一个具有悠久历史的市场，并且这一市场是无形市场。风险投资通过并购方式退出，依据并购主体的来源，可以分为企业自身对风险资本股进行的收购，主要是管理层收购（MBO）和企业外部收购。

三、清算或破产

清算也是风险投资者退出企业的一种办法。清算主要涉及两种情况：一是风险企业解散时清算，主要是由于风险企业解散条款出现，或者股东同意解散，以及法律要求解散等情况下进行的清算行为；二是在经营困难甚至资不抵债的情况下的破产保护清算。风险投资的巨大风险反映在高比例的投资失败上，越是处于早期阶段的风险投资，失败的比例就越高。在公司经营状况不好且难以扭转时，解散或破产并进行清算可能是最好的止损办法。

第二节　公开上市退出模式

风险投资的公开上市退出是指风险企业向社会公众公开发行股票，而风险投资机构在风险企业的股份（股权）得以出售变现而实现的退出，它是风险投资退出的重要方式，有一些国家甚至是主要方式。公开上市退出包括两个环节：一是公开上市环节；二是股权变现（转让）环节。上市环节是公开市场退出的前提，通过这一环节，使得风险投资机构的股权具有了市场价格和变现的基础。如果说没有挂牌上市前的风险企业的股权增值是潜在的，而这种潜在性还具有“隐性”特征，我们称之为“隐性”的潜在价值；一旦上市成功，使得风险企业的股权隐性的价值显性化，因此，上市环节只是实现了风险企业潜在价值的“显性化”，属于价值发现过程，还必须通过出售进行价值实现。出售环节，即股权出售环节。风险投资机构持有的股权的出售，必须符合政府有关法律，必须考虑政府对股权转让的有关限制问题。例如，一些国家的证券交易法规涉及对发起人股东、大股东、内部人员等所持公众公司股份的转让的限制性规定。

风险企业的股权要实现公开退出，必须实现股权上市。风险资本以 IPO 方式退出，需要健全的机制，才能保证其顺利实现。从发达国家的实践来看，风险资本的 IPO 退出机制，是一个以交易市场为核心的诸多因素组成的综合体的协调运行的结果。IPO 退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出机制主要因素包括两个方面：一是证券市场运行机制的构建；二是投资者的退出运作。前者是退出的基础，后者是退出操作技术。就风险资本退出的市场机制构建而言，首先需要一个市场体系，整个市场体系是由市场级次结构、市场主体组成的综合体；在市场体系构建的基础上，通过市场功能定位、运行规则，以及市场运行监管等各个方面的建设和完善，建立起风险投资退出的市场机制；从风险投资的退出运作来讲，需要投资者在投资以前，就应有一个可行的退出计划，确定合理的退出方式和退出操作规划；在风险企业发展到一定程度以后，依据 IPO 的操作程序，通过高效运作，成功地实现 IPO 方式退出。

一、风险资本退出的市场机制构建

（一）健全市场体系

1. 市场体系

风险企业要实现 IPO 方式退出，必须一个适合其上市的场所，否则一切将无从谈起。健全的市场体系主要包括诸多方面内容：一是市场结构与功能定位。二是为风险企业服务的“第二证券市场”也应具有级次结构问题。三是同一级次市场是否应成立多个并行市场的问题。这可以分解为是否技术可行和有效率两个方面。从技术层面上讲，同一市场级次的单一市场在技术上是完全可行的。从效率角度来讲，就市场本身而言，同一级次单一市场具有规模效应，可能降低交易成本，但到底是否能降低交易成本，取决于市场管理者的偏好；从上市企业角度来讲，交易市场单一使得可选择机会少，尤其在证券发行上市市场化后，交易所权力增加使得风险企业上市的交易成本会增加；而且，单一市场会使得其他交易所资源损失。因此，同一级次是否构建多个市场，是一个有争议的问题。从发达国家的实践来看，其并行市场一般都与资本市场的历史有关，也与技术进步密切相关。因此，中国的二板市场在同一级次的设计，要尊重历史和现有形成的市场资源，可以考虑在深交所设立二板市场的前提下，充分利用上交所的市场资源，为风险企业提供金融服务；当然，这必须考虑运行成本和监管等因素。

2. 上市主体

风险企业特点各异，这主要由于其行业、产业、技术、产品以及管理者战略等各个方面的结果。因此，风险企业不一定是高科技企业，风险企业也不一定都是高成长性企业。但是，符合上市的企业应该具有高成长性特征，而不一定都是科技企业，但科技型创新企业应该是该市场支持的重点。以美国 NASDAQ 市场为例，该市场挂牌的公司，几乎包括了所有行业。不过，该市场是一个支持创新，尤其科技公司创新的市场。2015 年，美国所有科技上市公司中，90% 的互联网公司、85% 的计算机公司、75% 的计算机制造公司和 80% 的电子通信以及生物技术公司都在这个市场上；截至 2015 年 12 月，该市场股票市值居前十名的多是科技公司。因此，NASDAQ 市场是一个支持创新的市场，尤其科技创新的市场。欧洲和亚洲国家的二板市场的上市企业，都具有与 NASDAQ 相同的特点。

3. 投资者构成

不同市场，由于其所处经济环境不同，资金的运作方式不一样，个人和机构投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

持有的市值也不一样。不过，资本市场发达国家的机构投资者占主导地位，个人投资者也是其积极参与者。以美国 NASDAQ 市场为例，个人投资和机构投资者都是其积极参与者。截至 2015 年底，其机构投资者持股市值占 54%，个人投资者占 26%，其他投资者占 20%。

4. 其他中介机构

为保证市场的正常运行，二板市场还必须有其他主体参与，这包括研究分析人员、律师、会计师、财务顾问以及承销商等中介机构，以保证市场的正常运行。因此，发育的中介机构也是第二证券市场体系的重要组成。

（二）完善的市场运行规则

为适应风险企业的特点，对公开上市的各个环节必须具有健全的运行规则，主要涉及发行与上市规则、交易规则、外部监管等内容，以保证证券市场的正常运行。就目前发达国家的实践而言，其运行规则表现出与中小企业，尤其是中小科技企业的特点相适应的特点，与第一证券市场（服务于成熟型企业）具有明显的不同，这主要反映在上市标准低、信息披露严格、监管严格等方面。这一市场的机制，主要涉及以下方面：首先，严格的信息披露制度。其次，宽松的上市机制。最后，合适的交易制度。目前的交易制度分为两种：一是买卖盘驱动；二是报价驱动。每一种交易制度有各自特点：买卖盘驱动交易制度，需要不断地买盘和卖盘，如果出现投资者看淡市场，可能出现交投冷清，因此买卖盘驱动适合于交投活跃的市场；报价驱动的交易制度，也成为做市商制度，这种制度对促进市场交投活跃的作用较大。就目前而言，发达国家普遍采用报价驱动方式增加证券的流动性，为风险企业股票发行创造良好的外部条件。

（三）完善的风险监管

由于二板市场挂牌企业以成长型创新企业为主，与主板相比，风险较大，必须进行严格的风险监管，以保护投资者利益，为风险资本退出创造良好的外部环境。健全的风险监管主要涉及风险监管制度和分摊机制。第一，风险监管制度的构建。监管制度模式，分为集权模式和自律性为主的模式，采取哪种模式，是与一国的国情相适应的。第二，监管应以信息披露的质量为主，保证信息披露的完整、真实、及时、有效。这就涉及诸多制度建设的内容，包括上市公司信息披露制度、中介机构信息评价（评估）制度、投资者信息评价能力培养制度等内容。第三，监管的对象应以中介机构的监管为主，使得上市公司的真实信息得以真实、及时、完整地披露。第四，建立明确的风险分担机制。上市公司及其关联人（尤其大股东和高层管理人员）、中介机构、政府、投资者对风险应承担哪一部分，必须进行详细的确定，否则就会出现利用虚假信息将风险转嫁给投资者的行为发生。

二、风险企业的公开市场退出运作

（一）上市运作

将风险企业从非上市公司运作到证券市场挂牌交易的过程，就是上市运作。第一，风险投资机构何时考虑 IPO 退出？一般而言，风险企业为了成功地退出，在风险投资公司私募时就要考虑与股票公开发行有关的问题，对 IPO 的考虑在首次私募中就开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了。第二，参照IPO可能的市场的上市规则进行运作。风险投资机构应参考各可能市场的上市条件进行投资决策，并在投资后严格按照这些标准进行运作，以增加IPO退出的可能性。第三，遵循公开发行程序，与各中介机构密切合作。风险企业要实现IPO上市交易，都要按照规定的程序分多个阶段进行，每个阶段的工作内容各有侧重，以保证上市工作的顺利实施。

(二) 股权变现运作

风险资本的被投公司上市成功，只是完成了退出的一半，也就是企业价值通过市场发现，实现“隐性”价值的“显性化”；但还需转让给其他投资者实现变现，然后将现金支付给它的投资人或合伙人。但是，变现必须考虑诸多问题：股权的限制性转让问题、资本利得税问题、变现时机选择问题等。这些问题，归根结底就是解决在诸多影响增值实现的条件约束下实现增值最大化退出的问题。

(三) 公开上市退出与风险投资市场的投机

一旦以公开上市方式使得风险投资具有高额回报，风险投资市场也出现了投机性资本，即风险资本市场的“游资”。这些资金充分利用二板市场的上市规则，通过对风险企业的购并（这称为金融并购或资本运作，与战略性并购相对应，后面将进行阐述），然后再进行运作上市，使得风险投资改变了过去的长期投资性质，出现了短期化行为。这在美国风险投资也十分突出。风险投资的短期化，不一定是一个好现象，尤其在中国这样的新兴国家，更应该鼓励风险投资机构的长期投资行为，避免短期投资行为，以促进风险投资的健康发展。

第三节 风险投资的并购方式退出

并不是每一家风险企业都能通过公开上市退出，许多风险企业是通过并购市场实现股权转让收回投资，成功实现退出；尤其是在公开退出投资性日益浓厚的情况下，并购方式退出成为一些风险投资机构的重要选择。

一、并购市场退出的优点

虽然风险投资的并购市场退出并不能带来与公开市场退出一样的高额回报，但其迅速发展也说明了该方式具有一定的积极意义。

(一) 买方角度

从买方角度来讲，可以根据其动因分为战略性买方（Strategic Buyers）、金融性或财务性买方（Financial Buyers）和合并性买方（Consolidators）三种类型。战略性买方（Strategic Buyers），其目的在于扩张其地理空间、客户基础、提高市场份额、增加生产线能力，以及消除对手，提高自身竞争能力。财务或金融性买方（Financial Buyers）的目的主要从金融角度进行考虑，购买资产价值被低估等因素。金融性购买者的一个重要目的在于将收购资产重新包装或重组，再以更高的价格整体或部分出售，以及将收购资产包装上市。合并性买方（Consolidators）就是将行业中存在大量互补性的某些企业进行整合或合并，以提高资产的协同效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）卖方角度

从卖方动因来看，风险投资机构或风险投资家个人的生命周期决定，如风险投资公司都有一定的运作年限，风险企业家也可能因为要退休，或者其不动产安排①；发达国家风险资本的并购市场退出方式的发展和成交金额不断扩大，使得对并购退出无法从资本市场融资；规避债务风险等因素；游资时签订的回购协议生效；退出计划安排等诸多因素。随着对并购市场退出的认识进一步加深，尤其是并购市场退出的一些优势，以及西方国家风险投资并购市场退出的进一步发展，对于新兴风险投资国家而言，也是一种启迪。在公开上市退出缺乏的国家，更应该借鉴发达国家经验，积极通过并购市场的发展来完善风险投资退出机制，如中国。

二、并购方式退出的分类

为深入探讨并购退出机制，我们进一步从风险投资退出的出售对象（购买主体）角度对风险投资的并购退出方式进行分类探讨：（1）风险企业或风险企业家购买风险投资机构股权，此种方式称为股份回购；（2）也可以是新投资者，这种形式的出售分为两种："一般购并"和"第二期购并"。一般购并主要是指公司间的收购与兼并；第二期购并是指由另一家风险投资公司收购，接手第二期投资。统计表明，在风险资本退出方式中，一般购并占 23%，第二期购并占 9%，股份回购占 38%，在总量上已经超过了公开上市，但在收益率上却低得多，仅仅约为公开上市的 1/5。

（一）风险企业购买风险投资机构股份的分类

1. 协议回购

协议回购是指按照风险投资协议的规定，在投资期满后，由被投资企业购回风险投资机构所持有的公司股票。这种退出方式降低了投资者的风险，保障了风险投资至少可以收回协议回购价格的收益，因而许多风险投资机构都选择这种方式。同时，对于风险企业来讲，当企业在风险资本的帮助下获得较大的发展后，企业家回购企业的股权，可以重新得到已壮大了的企业的所有权和控制权，这是许多风险企业家非常欢迎的事情。其二，管理者收购（MBO）。风险企业的管理者与风险投资机构发生分歧或者投资协议约定的风险企业家收购条款发生时，分析青年企业家通过杠杆方式收购风险投资家股权。近年来，在美国，风险企业从风险投资机构手中回购股权的方式发展很快，从企业数量来看，它已成为风险投资主要的退出渠道。但是，从实现的投资收益的角度看，回购方式远远比不上 IPO 方式。

2. 风险企业或创业家本人购买风险投资机构所持股份的支付方式

可以采取现金、票据等形式支付，也可以通过建立一个员工持股基金（ESOT），来买断风险投资公司拥有的股份。所谓员工持股基金类似于养老基金和利润分成计划，它通过公司的捐助得到资金而建立，唯一的区别在于它买的不是其他上市公司的股份，而是本公司的股份。员工持股基金可以从公司的税前收入中划拨，或在预测公司未来划拨款的基础上从银行筹措。股份回购还可以通过"卖股期权"（PUTS）和"买股期权"（CALI）来

① K. Thomas. Liaw，The Business of Investment Banking，P44.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实现。卖股期权的含义是赋予风险投资家一项期权，要求风险企业家或风险企业以预先商定的形式购买他手中持有的公司股票。与此相对应，买股期权则是赋予风险企业家或风险企业的一项期权，让其以相同或类似的形式购买风险投资家手中的股票。

3. 对风险投资机构进行股份回购交易的股价

在进行股份回购时，必须对涉及的股票价格进行评估，以实现股权的顺利过渡。股份回购的估价标准多种多样，目前美国最为流行的有以下七种形式：（1）价格—收益比率。价格—收益比率方案是股份回购中应用最普遍的方案，而流行的价格—收益比率（PE）则是从相同行业的公开上市股票中选择出来的，PE 比乘以每股收益得出每股的价格，也就是风险企业家或风险企业将付给风险投资家的股票价格。（2）账面价值。虽然用账面价值很容易计算出风险资本家所持股票的股价，但只有对那些建立账面价值且足够成熟的风险企业，它才能成为估价风险投资者产权地位的一种方法，而在风险企业发展的早期，由于账面价值较低，故不能适用。（3）销售额的百分比。基于在风险企业发展的早期，由于重大贬值或研究和发展费用开支甚大，收益可能较低，这样价格—收益比率方案将不适宜。鉴于销售额不能随意篡改，因此销售额百分比成为风险企业价值极好的指标。（4）现金流量的倍数。在某些行业（如商业）中，可以用现金流量来衡量其业务进展情况，而公司的价值则可通过现金流量的倍数得到，从而进一步得出风险投资者所拥有的公司百分比的价值，由此作为收买其所持股权的方法。（5）销售额的倍数。某些行业中某些公司的价值，是以销售额的倍数为基础的，因而可以进一步推算出风险投资者所有的百分比及为此而支付的金额。（6）评估值。对于风险投资公司所有股份价值的评估通常采取两种方法：第一，根据风险企业过去和将来的收益能力来确定其价值；第二，资产的价值是通过把它们当成一个法定清理的一部分而被拍卖来确定时，评估者从这个清理中减去所有未付债务，剩下的价值就是估价。（7）预定的现金额。即把买卖股期权建立在单一的现金数量上，风险投资者在投资风险企业的第三年底，有权要求风险企业以一定的金额来购买他所拥有的产权所有者地位。

（二）企业购并

当风险企业难以达到 IPO 条件时，风险投资者还可以通过并购的方式退出投资，即风险投资者在私人权益市场上出售其所拥有的企业股份。从事风险企业并购的主体大致有两类：一类是对风险企业有兴趣的一般公司；另一类是其他的风险投资公司。一般公司并购风险企业，或是为了获取相关领域的新技术，或是为企业转型而着力开拓新行业。风险企业的并购活动中有一部分是在两家风险投资机构之间进行的。一家风险投资公司将其所有的风险企业股权转让给另一家风险投资公司，被称为二次出售。通过这种方式，风险企业的产权实现转移，原来的投资得到流动。企业购并是风险投资家退出风险投资的一种主要方式。近年来，风险企业并购的数量上升很快。在美国，通过企业并购实现的风险投资退出占总数的 30% 以上，超过 IPO 方式的数量，但是，企业并购方式的收益率要比 IPO 方式低得多，仅相当于 IPO 方式收益率的 20% 左右。采用企业购并的退出方式时，必须深入调查了解收购者的计划、会计准则和法律结构等项，以确保最好的购并价格，并且顺利地通过企业购并，退出风险投资，获得高额回报。正如公开上市要选择时机一样，一个风险企业在何时售出也是至关重要的问题，时机的恰当与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

否，事关风险投资者的收益大小。一般说来，风险企业的购并应该选择在企业的未来投资收益的现值比企业的市场价值高时把企业出售，这样有利于和购买者进行价格谈判，从而有利于风险投资者赚取最大的投资收益。

三、并购退出与风险投资的投机性

风险资本市场的并购退出方式的发展，为风险投资的退出提供了良好的机制。但是与此同时，购并市场发展而来的是风险资本市场投机性资本的涌入和投资短期行为的增加，一些风险资本不再严格按照传统的风险资本的投资运作途径，采取了以二期投资或者合并性并购为主的投资策略，对收购资产进行包装组合后再进行高价出售以赚取差价或者通过上市运作将企业上市增值退出。这种风险投资的短期资本，我们将其称为风险投资的投机资本。从风险投资发达的西方国家情况来看，也出现了风险投资的短期化趋势，大量风险资本对风险企业发展的后期阶段进行投资或者进行二期收购，而风险企业所需的早期发展资本相对减少，这被西方的风险投资的资深人士认为不是一种好现象。西方国家风险投资短期化的原因在于其二板市场的迅速扩容所带来的对风险企业上市的高预期，以及投资银行在推荐风险企业进入二板市场融资加大力度。虽然发达国家通过二板市场的发展促进了新兴技术和产品的产业化发展，但随之也带来了许多问题，例如风险投资的短期化、财务性收购的增加、投资银行的盈利驱动使得其对风险企业上市缺乏严格考察。西方国家“新经济”的衰退就与此有关。

第四节　清算或破产

当风险企业经营不成功，风险投资家确认企业没有了挽回余地或无法提供预期回报时，通常采用这种方式。实际上，有相当大部分的风险投资并不成功，风险投资的风险反映在高比例的失败上。越是对处于早期阶段的风险企业投资，失败的比例越高。因此，对于风险投资家来说，一旦确认风险企业失去了发展的可能或者成长太慢，不能给予预期的高回报，就要果断地撤出，将能收回的资金用于下一个投资循环。根据研究，清算方式退出的投资大概占风险投资基金总投资的 32%。这种方法一般仅能收回原投资额的 64%。

清算方式的退出是痛苦的，但是在很多情况下是必须断然采取的方案。因为风险投资的风险很大，同时投资收益又必须予以保证，不能及时抽身而出，只能带来更大的损失。即使是仍能正常经营，如果成长缓慢、收益很低，一旦认定没有发展前途，也要果断行动立即退出，不可动作迟缓。沉淀在这一类公司中的投资资本的机会成本巨大，风险投资一般不愿意承受这样巨大的投资资本。

风险投资的退出是风险资本运行过程中不可或缺的关键环节，退出机制是否健全是风险投资是否健康成长的重要因素。每一个国家应根据自身国情构建起适合自己的退出机制，以促进风险投资的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五节 全球风险投资退出分析

近年来，中国风险投资市场不断壮大，于是风险资本也对其退出形式提出了要求。到目前为止，中国一直都在进行有益的尝试。2014 年，中国在全球 IPO 市场中独领风骚。并且，深圳创业板（GEM）“新三板”（全国中小企业股份转让系统）的成功推出，也成为推动中小企业发展的又一契机。

分析全球风险投资，尤其美国风险投资的退出问题，例如，眼下正在美国资本市场上演的流动性危机，给其中小企业造成了严重损害，中国完全可以把它当作反面教材来学习。中国有必要继续推进公司上市和企业兼并收购方面的改革，从而为成长型企业的退出提供有效渠道；并且，中国还应该积极吸取别国的经验教训，引以为戒。

一、美国风险投资退出方式的变化

风险资本在美国的经历特别值得我们关注，因为它们的发展历程充分体现了市场监管所导致的意想不到的结果。1997 年之前，风险投资家和他们麾下的被投企业一直在向世人们展示着骄人的业绩。20 世纪 90 年代，科技泡沫爆发之前，公开发行（IPO）和兼并收购这两种方式，在被投企业的退出中平分秋色。

然而，在过去的 10 多年中，图 8.1 所示比例发生了显著的变化。被投企业在美国首次公开发行（IPO）所需要的时间越来越长。1998 年，被投企业进行 IPO，平均（以中位数计）需要经历 4.5 年。但是，到本书写作的时候，这一时间已经延长到 10 余年。而在兼并收购方面，也没有发生任何喜人的改变。1998 年时，收购一家被投企业平均需要 3 年的时候；而到 2008 年，这一时间已经发展到 6 年半。

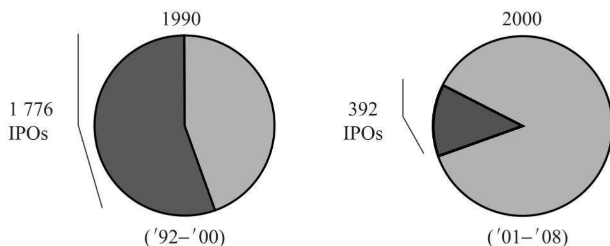


图 8.1 2000 年互联网泡沫前后的上市公司（IPO）数量急剧下滑

资料来源：Thomson Reuters/NVCA.

这种发展趋势是非常可怕的。因为风险投资的合伙期一般只有 10 年，所以，风险投资家必须在这 10 年之内完成项目的回收。另外，风险投资的出资人可不会预期 10 年才收回本金，他们希望用 4~6 年的时间就拿回他们的初始投资并投放到新的项目中去。由于项目的新增投资数超过退出的数目，这直接导致了被投企业里裁员的发生。

然而，在过去的 30 年中，被投企业能够以公开发行（IPO）方式退出的比例越来越小。早在 20 世纪 80 年代，94% 的被投企业都能够以 IPO 的形式实现退出；90 年代，IPO 方式占比下降为 59%，余下的 41% 被收购兼并（M&A）所占据。到了 21 世纪的第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个十年，情形就全变了。IPO 方式的比例萎缩到 17%，兼并收购占到了 83%。

唯一令人欣慰的是，风险资本以兼并收购（M&A）方式退出的金额有明显提高。据托马斯-路透报道，从 20 世纪 80 年代算起，兼并收购案的平均金额（以中位数计）已经提高了 3 倍，从当时的 3 940 万美元提高到如今的 1 亿 1 050 万美元。同时，IPO 的平均市值（以中位数计）也从 7 260 万美元提高到 4 亿零 710 万美元，增长了不下 5 倍。

如果 IPO 仅能占到退出案的 10% 左右，那就意味着风险资本的退出价值必然要受到抑制。因为与 IPO 相比，在 M&A 中，收购方往往能拥有更大的议价能力。要想扭转这种不利的局面，被投企业就必须竭尽全力尽早产生正的净现金流。但是，这种办法在美国是很难行得通的，因为这个国家没有一项全国范围的政策对初创企业给予应有的支持和关注。这就意味着，成功的初创企业将继续把它们的上市计划转移到那些能够提供更多便利的国家。在亚洲，这种情况将可能特别地惠及中国，前提是中国必须继续推进其资本市场的改革进程，并且借鉴吸取国际上的先进做法和经验。

另外，随着南美以及世界上其他地方不断完善它们的风险投资环境，其交易所也将变得越来越具有吸引力。

二、美国的系统性流动性危机对世界的启示

如今的世界，创新是流动的，并且具有全球性。所以，我们绝不能以孤立的眼光来看待发生在美国资本市场上的系统性危机。相反地，我们必须从一个更广阔的视野来理解这场危机对于资本市场的意义，甚至是对于全球科技创新的影响。

这种变革正在全球范围内蔓延，并且被经济增长所推动，即使金融危机的爆发也没能阻挡国家间技术创新格局的变化。不容乐观的是，在对创新者和风险资本的吸引力方面，美国越来越丧失优势。科技创新只有在鼓励合作、包容多样性的环境下才能取得良好的发展，因为这种环境鼓励创业者坚持不懈地努力，并且能为苦尽甘来的成功提供丰厚的回报。但是，在美国，我们已经找不到这样好的环境了。不是因为这里发生了经济衰退，而是科技创新自发地向更有利的生存环境迁徙了。

具有讽刺意味的是，中国和印度的科技创新最初是由美国本土过剩的风险资本培育起来的。这个故事发生在那个科技泡沫盛行的年代。之后，得益于中国政府自上而下的经济政策，中国在风险投资的基础设施建设方面取得了非常大的成功。然而，与中国形成鲜明对比，美国一直以来都拒绝推出行业政策来促进科技创新的发展。在这个问题上，美国民众和政府的意见相当一致，他们都把政府干预看作是“非美国”的做法。结果，直到很晚的时候，美国才意识到硅谷其实并不是孤立的，而是一个更大的创新生态系统的有机组成部分。但是，其他国家已经早早地就开始建设它们的创新环境，从而吸引科技人才和创业家了。

传统的风险资本在金融危机中受到重创，逐渐撤离这个市场。而这可能是这场危机造成的最严重的后果之一。投资者风险态度的转变，在创业投资领域表现得更加明显。美国曾经拥有世界上最大的股权投资市场，并且是创投企业的发祥地。但是，金融危机严重地摧毁了这幅美好的画面。然而，美国并不是这场危机的唯一受害者，伊朗也在危机中伤痕累累。危机爆发前，在向美国的智力输出方面，伊朗领先于其他所有国家。危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机过后，伊朗的创投产业遭到重创，因为一直以来它们都依靠在纳斯达克市场上进行 IPO 来实现风险资本退出的。

IPO 市场的低迷将严重影响全球企业家的创业活动。众所周知，创业活动是新增就业机会最重要的来源。于是，弱势的 IPO 市场也将拖累全球的就业形势。因此，培育强势的 IPO 市场，应该成为全球经济增长的重要目标之一。在自由市场经济的环境里，风险投资是最有效的增加就业的方法。回顾 20 世纪 70 年代，被投企业一般都是在公开发行（IPO）之后才开始创造大量的就业机会的。

这就是为什么人们会对 IPO 减少而兼并收购增多的现象耿耿于怀。与 IPO 锐减联系紧密的另一个事实是，这一时期里，整个纳斯达克市场都在萎缩。从 2000 年 12 月起，纳斯达克的上市公司数量下降到 1 786 家，比先前减少了 38%。造成这一现象的原因是，上市公司间被迫进行兼并重组，有些企业甚至走向破产。如此一来，能够为创投企业提供兼并收购的企业就更加少得可怜了。

现在，让我们来梳理一下风险投资在过去几十年中走过的轨迹。我们将看到，那些如今屹立于世的跨国科技企业，当年的 IPO 市值还不足 5 000 万美元。

图 8. 2 中的 17 家公司，现在都已经成为各自领域中的翘楚，然而当年它们都曾经是风险资本涉足的小项目。这些企业在 1971 年到 1996 年间上市，市值均不超过 500 万美元。这些企业通过股票发行募集到的资金总计不过 3 亿 6 700 万美元，而如今它们却为美国创造出 47 万之多的就业机会。即使考虑到通货膨胀，当年的这笔钱在 2009 年也仅相当于 6 亿 7 000 万美元。如果把这些交易拿到现在来看，上市价值超过 5 500 万美元的也仅有 EMC 和 Oracle 两家，分别为 8 000 万美元和 7 000 万美元。值得注意的是，这些企业在最初上市的时候，都还是些发展前景不明朗的小公司。过去，我们的市场环境允许那些既有天赋又肯努力的企业家通过企业的 IPO 实现财富积累。而如今，这种环境已经一去不复返了。



图 8. 2 受风险投资资金扶持而发展起来的大公司创造了巨大效益

然而，美国这场 IPO 危机仅仅是中小企业遭遇的一场更为严重的系统性流动危机的表象而已。有些人预测说，美国的 IPO 市场将迅速回暖。作者以为，这至多是他们的一厢情愿。实际情况是：绝大多数成功的创业企业都无法获得上市机会。因为美国现行的上市标准要求上市公司至少达到 1 000 万美元的营业额，并且必须已经盈利，还要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有正的现金流。但是，对于创业企业而言，这些条件未免太过苛求。而制定这些短视的上市准则，都是为了满足市场上那些翻手为云，覆手为雨的对冲基金获利的需要。

当今世界，中国已经超过美国，成为创业企业 IPO 的主阵地。近年来，中国的资本市场发展迅速，并且有望吸引越来越多的国际资本和境外企业来华上市。同时，中国的监管者不断推进会计准则以及市场主体诚信责任与国际接轨，也将为这一进程提供加速的动力。

上文所述，绝不仅仅是一种猜测。据著名会计师事务所 Grant Thornton 于 2009 年 11 月发布的一份报告称，美国资本市场上的 IPO 萎缩是源于整个市场发生了结构性转变。并且，这种变化给中小企业融资造成了重创（见图 8.3）。

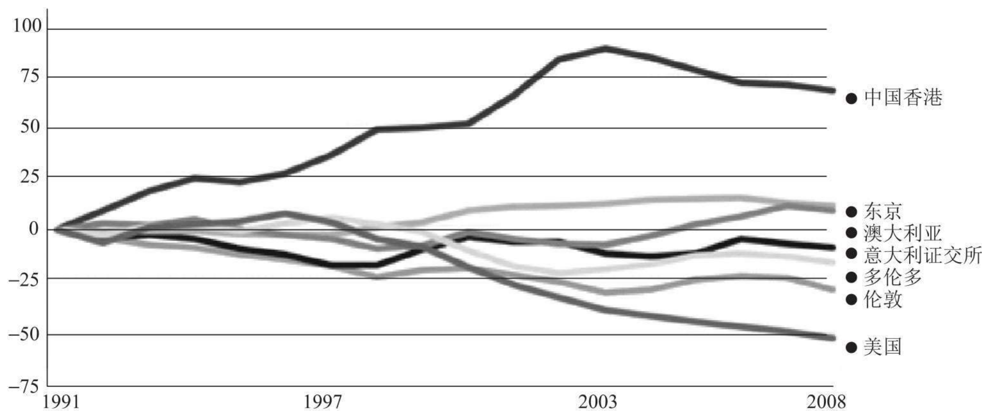


图 8.3 全球主要市场的上市公司数量增长指数示意图

资料来源：Capital Markets Advisory Partners，World Federation of Exchanges，individual stock exchanges.

三、全球股票市场指数变化与风险投资 IPO 退出

本书希望考察的是，IPO 的萎缩是否是美国市场上股价低迷所造成的，而无关那些更加严重的系统性问题。Grant Thornton 的报告比较了 8 个发达国家和地区的股价指数（见表 8.1，图 8.4）。结果显示，美国的股价表现并不是最差的，却是处于中等水平。由此，该报告指出，美国 IPO 市场的萎缩是由于监管措施不当，并且给市场带来了严重的结构性破坏。进一步地，报告将中小企业无法进行 IPO 以及小企业 IPO 市场的萎缩，都归咎于监管措施的改变。

表 8.1 8 个发达国家和地区的股价指数

S&P 500（United States）	标普 500 指数（美）	Nikkei 225（Japan）	日经 225 指数（日）
FTSE 100（United Kingdom）	富时 100 指数（英）	Hang Seng（Hong Kong）	恒生指数（中国香港）
DAX（Germany）	法兰克福 DAX 指数（德）	All Ordinaries（Australia）	澳大利亚普通股价指数（澳）
MBTEL（Italy）	MBTEL 指数（意）	TSX（Canada）	加拿大多伦多指数（加）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

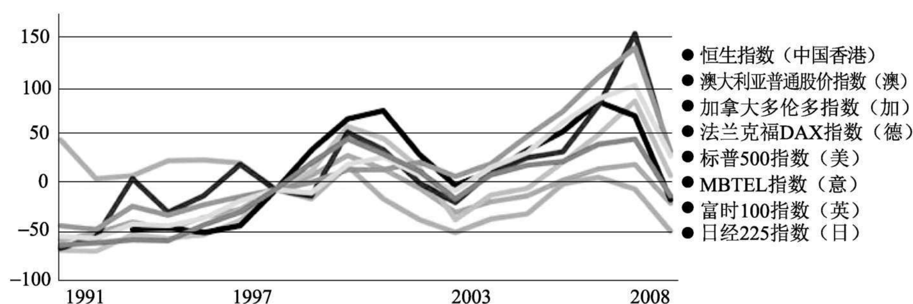


图 8.4 主要资本市场股市指数年际变化情况

资料来源：Capital Markets advisory Partners，Yahoo Finance，individual stock exchanges.

这份报告最后得出结论，美国市场上 IPO 的萎缩与市场的股价表现没有相关性。报告还指出，研究中所采用的这些股价指数，事实上只能反映大企业的特征。所以，美国资本市场的结构可能对那些市值较大的企业而言是合适的，但是明显地，这种市场结构严重地损害了对中小企业的估值。

这一时期，美国的所有股票市场都经历了 IPO 的萎缩。该三大交易所的数据显示，这次 IPO 的萧条起始于 1997 年前后，即 1999 年的互联网泡沫爆发之前，也是在《萨班斯-奥克利斯法案》颁布前整整 5 年。在美国三大交易所中，美国证券交易所（AMEX）的 IPO 数量最少，纳斯达克（NASDAQ）稍多，最后是纽交所（NYSE）。美国证券交易所中，IPO 数量最多的一年发生在 1993 年，纳斯达克是 1996 年，而纽交所则是 1999 年。Grant Thornton 的研究人员在和三家交易所从业人士的交谈中发现，美国证券交易所的衰落可以部分地归咎于另两家交易所的激烈竞争。而 1999 年纽交所 IPO 数量的增多，则应归功于纽交所与纳斯达克对上市公司资源的争夺。在这一过程中，纽交所放松了对上市公司的要求，从而吸引了不少企业。另外，一些已经在纳斯达克上市的公司，也在这一时期转战纽交所，因为他们希望摆脱新兴网络企业的形象。

美国与其他发达国家和地区

有数据显示，美国正在经历一场上市公司“滑铁卢”。然而同一时期，其他发达国家的情形却没有这么糟。

我们可以把上述现象当作美国给世界的提醒：在标榜高速、低成本和自动化的美国模式的背后，可能隐藏着其对自然的市场培育机制的侵蚀。然而，市场的自然培育机制却是推动资本市场发展以及经济增长的真正动力。

美国上市公司数量在 1997 年达到峰值，之后就逐年减少。以绝对价格计量，美国股市市值自 1997 年以来下降了 38.8%。而在对 GDP 进行调整后，这一数值达到 54.5%（见表 8.2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 8.2　1991 年至 2008 年的全球主要资本市场上市公司数量变化情况

	数量		1991—2008		数量		1997—2008	
	1991	2008	实际	GDP 调整	1997	2008	实际	GDP 调整
美国	6 943	5 401	(22.2)%	(52.8)%	8 823	5 401	(38.8)%	(54.5)%
伦敦	2 808	1 420	10.3%	(29.0)%	2 683	1 420	15.4%	14.6%
德国交易所	NA	832	NA	NA	613	832	35.7%	14.6%
意大利证交所	267	300	12.4%	(8.9)%	239	300	25.5%	10.2%
东京	1 764	2 390	35.5%	11.3%	1 865	2 390	28.2%	14.1%
中国香港	357	1 261	253.2%	67.1%	658	1 261	91.6%	22.7%
澳大利亚	1 005	2 009	99.9%	9.4%	1 219	2 009	64.8%	14.4%
多伦多	1 138	1 570	38.0%	(15.9)%	1 420	1 570	10.6%	(20.6)%

资料来源：Capital Markets Advisory Partners, World Federation of Exchanges, individual stock exchanges, USDA Economic Research Service (GDP in 2005 USS).

下面的篇幅里，作者将分别对北美、欧洲和亚洲交易所的情形做简要的介绍。

北美的情形

图 8.5 和 8.6 显示，在我们的样本中，美国经历了最严重的上市公司数量的减少。自 1991 年始，其上市公司数量下降了 22.2%。换句话说，这一时期，美国市场上减少的上市公司数目，甚至超过了在互联网泡沫中增加的公司数目的总和。按照一般的观点，上市公司的数目应该随着美国经济的增长而不断增加。但是，Grant Thornton 的报告显示，按通胀调整后的价格计算，1991 年以来美国股市市值下降了 52.8%。如果按照一般观点，不考虑市场结构的变化，美国上市公司数目应该增加 5 500 个左右，也就是说上市公司总数目应该是现在的两倍。

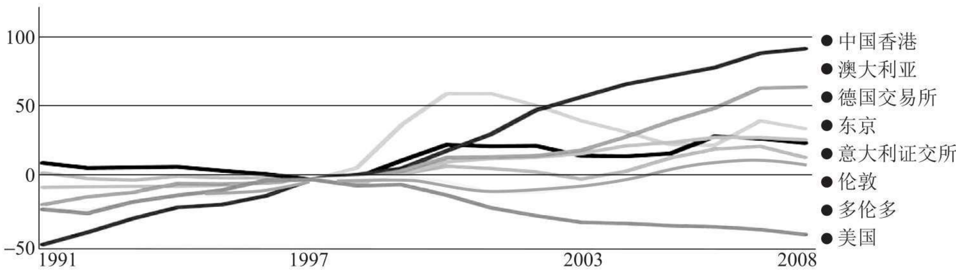


图 8.5　美国创业板市场发展相较其他主要市场呈现下降趋势

资料来源：Capital Markets advisory Partners, World Federation of Exchanges, individual stock exchangrs.

美国上市公司数量在 1997 年达到峰值，之后就逐年减少。以绝对价格计量，美国股市市值自 1997 年以来下降了 38.8%。而在对 GDP 进行调整后，这一数值达到 54.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

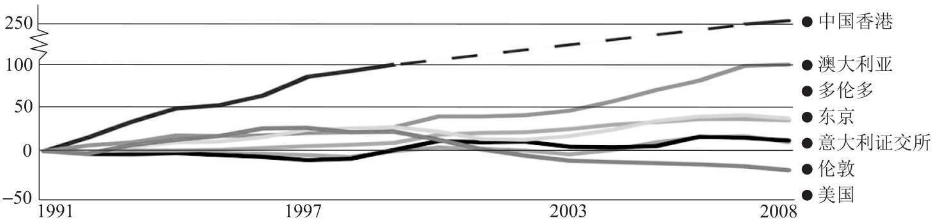


图 8.6 美国创业板市场在 2000 年互联网泡沫破灭前后发展迥然不同

资料来源：Capital Markets advisory Partners，World Federation of Exchanges，individual stock exchangrs.

在 1997 年之前，与其他发达国家相比，美国上市公司的发展没有表现出什么不同。但是，这一年之后，以上市公司数目来衡量，美国与其他国家的差距明显拉大。这一时期（1991—2008 年），美国的上市公司数量锐减了 38.8%；而如果以通胀调整之后的价格计量，美国上市公司的市值更是下降了 54.5%之多。

亚洲的情形

在亚洲，我们看到的是一幅处处欣欣向荣的图景。Grant Thornton 的研究仅涉及了亚洲较发达的几个市场——东京、澳大利亚和中国香港（见图 8.7）。研究人员预测，

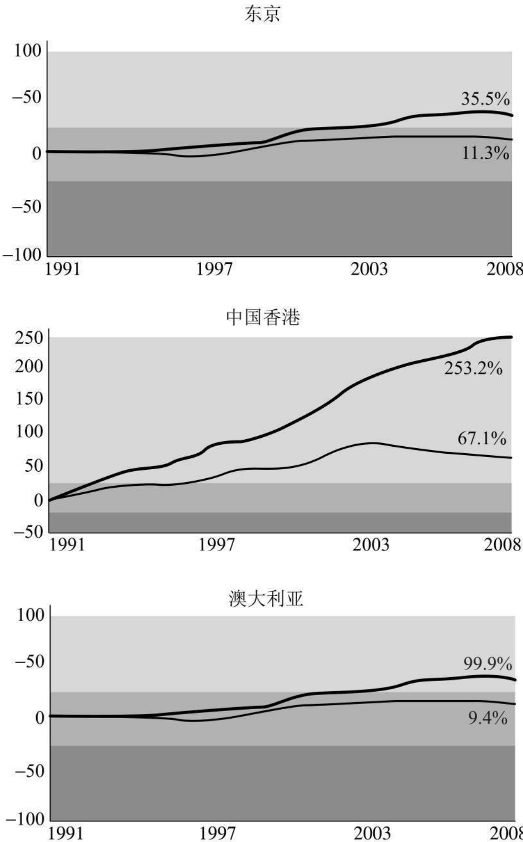


图 8.7 东京、中国香港、澳大利亚三大股票市场上市公司发展比较图

资料来源：Capital Markets Advisory Partners，World Federation of Exchanges，individual stock exchanges，USDA Economic Research Service（GDP in 2005 USS）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

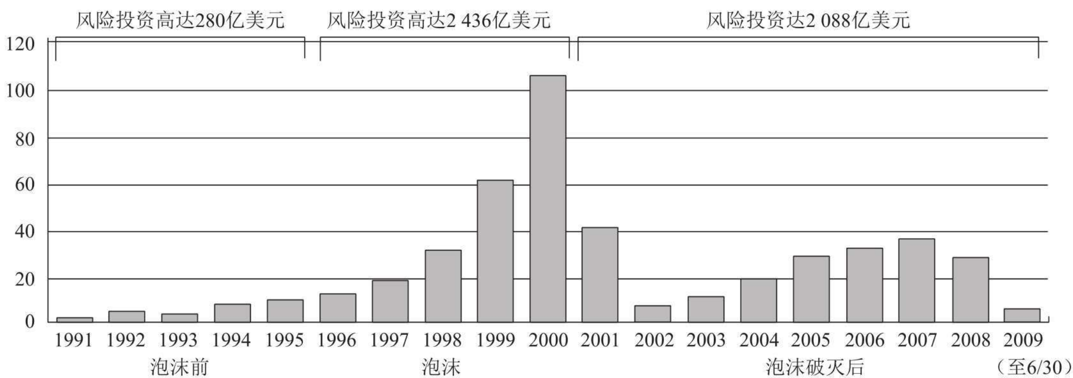
成熟的东京证券交易所应该表现出与欧美发达国家相似的颓势。然而，一组数据却揭示出那里令人羡慕的良好发展态势：1991 年到 2008 年期间，以绝对价格计算的上市公司市值增长了 35.5%，剔除通胀因素后，仍然有 11.3% 的增长；而 1997 年以来，东京证券交易所也实现了 28.2% 的增长，经通胀调整后增幅 14.1%。同时，东交所没有满足于这些成绩，它还积极促成了与伦敦证券交易所的合作，共同推出了 Tokyo AIM——为吸引创业企业而进行的一次创新。Tokyo AIM 于 2009 年 5 月 29 日正式获得日本金融服务局的批准。由此，我们可以预期，在未来一段时间里，东京市场将有更好的发展。

在中国香港，研究人员看到的是：1991 年以来，港交所中上市公司数量增长了 253.2%；并且在这一时期里，上市公司市值的增速比经济增速快了 2/3。从 1997 年算起，上市公司市值增长了 91.6%，经通胀调整后为 22.7%。港交所的成绩要得益于那些中国内地赴港上市的国有企业。

在澳大利亚，1991 年以来澳交所实现了 99.9% 的增幅，经通胀调整后实际增长 9.4%。1997 年后的增长为 64.8%，通胀调整后为 14.4%。

我们可以明显地看到，这些国家和地区的政府、市场以及监管者一起，制定了以促进当地经济发展为目标的证券市场发展战略。

被投公司数目增长的同时，却面临着 IPO 市场的萎缩



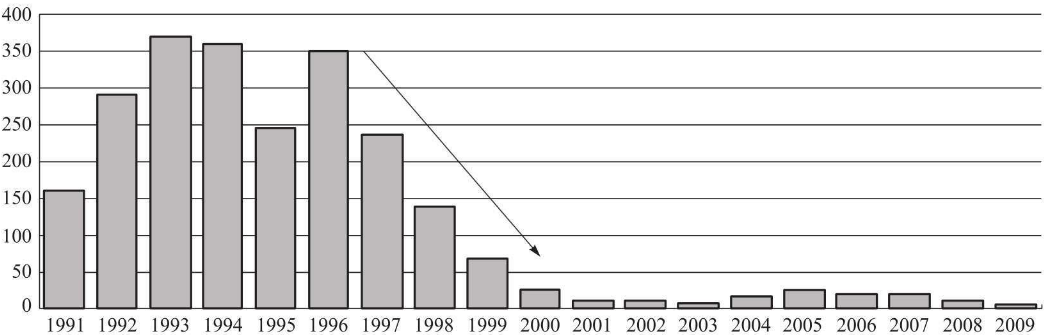


图 8.8 美国 2000 年左右互联网泡沫破灭前后的融资额对比图

资料来源：National Venture Capital association Web site.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

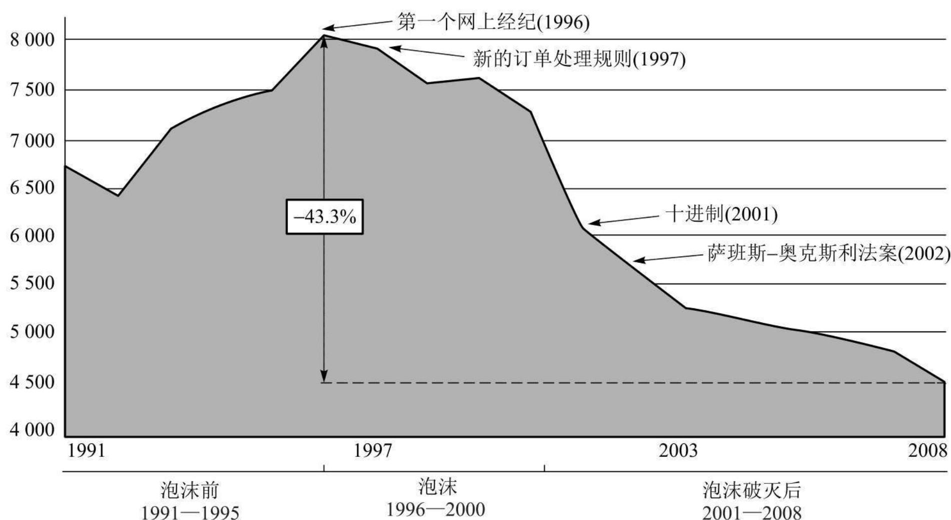


图 8.9 美国创业板市场上市公司数量对比图

四、小结

美国这场 IPO 危机仅仅是中小企业遭遇的一场更为严重的系统性流动危机的表象。而关于美国 IPO 市场将迅速回暖的种种预测，作者以为，都只是那些人一厢情愿而已。现行的上市要求仅仅允许一小部分企业通过这种方式进行融资。然而，在这萧条的景象背后，更加令人担忧的是，政策制定者们还没有意识到问题的重要性，他们还没有搞清楚上文所述的各种因素都是相互联系的。

今天，如果我们真的已经步入了“后危机”时代，那么市场可以提供给创业者的资金也已经显著地减少了。

Grant Thornton 的研究报告的最大贡献在于，它通过详尽的分析，揭示了 1997 年以来美国资本市场中，公司上市环境发生了持续系统地恶化。并且，我们不能把这一问题归罪于科技泡沫的破灭或是萨班斯–奥克利斯法案的出台。更为重要的，美国市场上 IPO 的锐减，影响了几乎所有的创业企业，无论它们是否有风险资本背景。

眼下，美国的 IPO 市场是不均衡的。这可以从那些离岸市场上 IPO 的持续快速发展中得到印证。创新具有全球性，同时风险资本也可以在世界范围内自由流动。如果美国仍然不能建立起鼓励小企业发展的资本市场制度，那么它只能继续受到这一发展趋势的奚落。因为，任何理性的经济人都不会将资本投向这样一个过气的市场。虽然，本书强调这一趋势影响了风险资本的退出。然而，更重要的是，它也影响了整个资本市场的发展。

2009 年 10 月 30 日，深圳创业板启动，当日即实现 28 家企业融资 200 亿美元的辉煌。这一成就使得中国在 2009 年的全球 IPO 市场中博得头筹。如果我们认为这种情况将转瞬即逝，那么，我们很可能因此犯下大错。因为，风险资本只会流向更有利的市场。而如今，这个地方不在美国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2013 年 12 月 27 日，全国中小企业股份转让系统试点扩大至全国工作正式启动，凡是在境内注册的、符合挂片单条件的股份公司，均可以经主办券商推荐申请在全国股份转让系统挂片单公共转让，不再受高新区的地域范围限制。这对于构建中国多层次资本市场，促进中小企业发展，促进创新创业又是一项重大利好和刺激。

2016 年 9 月，中国政府网公布《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（下称《意见》）。此“创投新政”专门就拓宽退出通道做出了规定，且指定由证监会牵头负责。《意见》提出，要充分发挥主板、创业板、全国中小企业股份转让系统以及区域性股权市场功能，畅通创业投资市场化退出渠道。完善全国中小企业股份转让系统交易机制，改善市场流动性。支持机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场开展直接融资业务。鼓励创业投资以并购重组等方式实现市场化退出，规范发展专业化并购基金。

除上述股权交易市场之外，互联网股权平台一直缺少明确政策。《意见》对此也提出，鼓励成立公益性天使投资人联盟等各类平台组织，培育和壮大天使投资人群体，促进天使投资人与创业企业及创业投资企业的信息交流与合作。同时，规范发展各类互联网股权融资平台，为各类个人直接投资创业企业提供信息和技术服务。

第六节　中国风险投资退出机制现状

一、中国风险投资退出机制建设历程

早在 1984 年，国家科委①科技促进发展研究中心组织了“新的技术革命与我国的对策”的研究，提出了建立创业投资机制、促进高新技术发展的建议，其中，可以明显看出风险投资制度引入的目的就在于促进高科技术的发展。但此后 15 年，风险投资发展缓慢，直到 1998 年 3 月，民建中央在全国政协九届一次会议上提出《关于尽快发展中国风险投资事业的几点意见》（即“一号”提案），在社会各界引起广泛影响，其内容包括风险投资退出机制问题。此后，中国就开始设立创业板的探索，1999 年 3 月证监会就明确要建创业板，2000 年 8 月，深交所公布创业板相关规则的征求意见稿，开始了创业板组织体系建立。当然这些探索得益于 NADAQ 等海外创业板市场的成功，尤其是美国的网络泡沫，既刺激了中国创业板加速推进，也使得这种探索步履蹒跚，中国的创业板市场因为网络泡沫等原因而长期搁置，直到 2008 年 3 月证监会才发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》（征求意见稿），2009 年 10 月才正式推出。

二、中国风险投资退出方式总体状况

而中国风险投资的退出，在没有创业板时代，IPO 体现“两头在外”的特征，即资金来源于境外，IPO 退出也在境外；创业板推出后，成为风险投资的重要渠道。

一般认为，中国新一轮风险投资热潮，起步于 2005 年，图 8.10 明显显示出这一特

① 1998 年国务院机构改革时更名为“科技部”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

征。2016 年中外创投机构共新募集 636 只可投资于中国的基金，同此微开 6.5%，已知募资规模的 545 只基金新增可投资于中国的资本量为 3 581.94 亿元人民币，同比上升 79.4%。

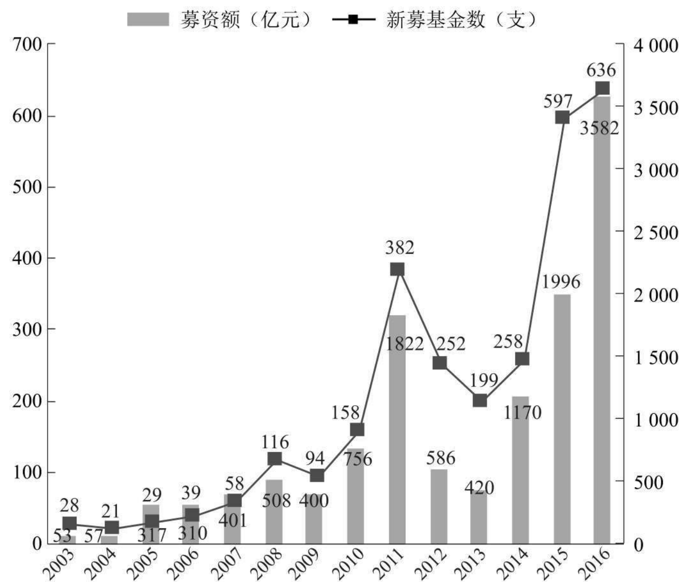


图 8.10

数据来源：www.pedata.cn.

2016 年中国创业投资募资市场十分活跃，大额基金、频频设立，中国国新控股有限责任公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、深圳市投资控股有限公司共同出资设立中国国有资本风险投资基金，主要投资于企业技术创新、产业升级项目。

在退出渠道方面，我们首先引用中国风险投资研究院对 2006—2009 年 4 年间的退出方式的调研数据①。

从表 8.3 可以看出，中国风险投资退出总体上以股权转让为主，IPO 也是退出的重要方式。不过，风险投资的退出受市场环境影响较大，次贷危机对 2008 年风险投资的影响是明显的。即便是中国采取刺激经济的扩展性政策，如果我们剔除 2009 年中国创业板市场上市的 36 家企业，全年上市也仅仅 13 家，与以前年份相比也是逐步萎缩的。这也可以看出创业板退出的时机选择上，具有明显的刺激经济的特征。

① 关于中国风险投资研究院调研说明：（1）关于有效样本：2006 年调查有效样本为 95 家；2007 年调查有效样本为 275 家；2008 年调查有效样本为 402 家；2009 年调查有效样本为 556 家；（2）退出方式的确定，为有效样本注明了退出方式的数量。鉴于 IPO 退出是易知的，会导致因退出方式确认而低估了退出总量，进而高估 IPO 退出比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 8.3　　中国风险投资退出方式表

退出方式	股权转让方式		IPO		清算		合计
年份	数量（个）	比例	数量（个）	比例	数量（个）	比例	
2006	71	0.61	37	0.32	7	0.06	116
2007	97	0.54	77	0.43	7	0.04	181
2008	58	0.75	18	0.23	1	0.01	77
2009	114	0.66	49	0.28	10	0.06	173

三、中国风险投资退出方式的细分结构

（一）股权转让方式的细分结构

从表 8.4 可知，原股东收购一直以来占比较高比例，都维持在 30% 以上，2009 年竟高达 62%；转让给其他投资机构也基本在 20% 以上；管理层收购、上市公司或大企业收购表现出不稳定特征，次贷危机以来其占比大幅度下降；尤其上市公司或大企业收购，次贷危机后是中国 4 万亿资金的主要承担者，可以说资金充裕，这种偏好可能与政府经济政策有关。

表 8.4　　股权转让方式的内部结构表

	创业者或原股东收购		管理层收购		上市公司或大企业收购		转让给其他投资机构		其他		总数（个）
年份	数量（个）	比例	数量（个）	比例	数量（个）	比例	数量（个）	比例	数量（个）	比例	
2006	27	0.38	8	0.11	18	0.25	16	0.23	2	0.03	71
2007	31	0.32	17	0.18	20	0.21	20	0.21	9	0.09	97
2008	24	0.41	8	0.14	5	0.09	13	0.22	8	0.14	58
2009	71	0.62	4	0.04	10	0.09	22	0.19	7	0.06	114

（二）IPO 退出的特征

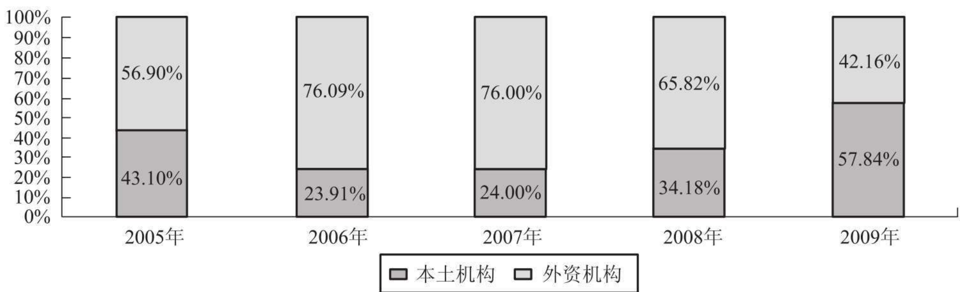


图 8.11　中国风险投资来源结构图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国风险投资长期以来被戏称为“两头在外”，这种趋势，直到2009年，境内融资才首次超过境外融资；而IPO退出方面，由于中国境外受次贷危机影响明显，2008年境内融资超过境外融资①（见表8.5）。

表8.5　　中国风险投资IPO退出市场结构及融资金额

金额单位：亿元人民币

年份	中国		境外		合计家数	融资额	平均
	数量（家）	比例（%）	数量（家）	比例（%）			
2006	5	0.23	17	0.77	22	115.04	5.23
2007	28	0.36	49	0.64	77	1 569.41	20.38
2008	27	0.68	13	0.33	40	207.71	5.19
2009	47	0.71	19	0.29	66	690.87	10.47

四、创业板成为中国风险投资退出的重要渠道，但一些问题值得深思

（一）2009年创业板成为风险投资IPO退出的重要渠道

根据清科研究中心的数据显示，2009年创业板前两批36家上市企业中，共有25家企业背后有VC/PE的支持，这25家企业获得了38家VC/PE机构的支持。随着创业板的稳定发展，VC/PE支持的企业更愿选择在创业板上市，创业板市场将逐步成为VC/PE退出的重要渠道。这将进一步促使中国风险投资的发展。

（二）中国风险投资退出机制建设依然任重道远

如果因为创业板退出而认为中国风险投资退出机制建设就成功了，那就过于乐观且对风险投资的本质缺乏了解。中国的资本市场依然是新兴市场特征，创业板的上市标准相比其他同类市场，进入门槛依然偏高。这种局面将会持续较长时间，因为监管部门现在的多层次资本市场建设的重点，转移向柜台市场。由于中国创业板的进入门槛较高，创业企业依然难以上市融资。我们统计了2009年上市的36家公司，具有以下特征：（1）成立时间大都较长。其中，成立最早的在1993年，2000年以前成立的公司达16家，时间在10年以上；（2）股本和资产规模普遍较大；（3）中国创业板投机气氛极浓。25家得到了VC/PE支持的公司，VC/PE在2005年以前投入（即投资达5年）仅2家，投资仅2年，即2007年后投入达22家，其中在2009年投入的就达5家，大多数投资在2年左右。这不符合风险投资的投资期限特征；同时，创业板IPO企业的发行市盈率极高，上市后被热炒，这些都从一定层面反映出中国创业板的投资性特征，作为风险投资重要退出渠道的目的不一定真正能实现，创业板市场建设任重而道远。

不过，作为新兴市场国家，中国在不断完善自己的市场体系，其中，资本市场的目标之一就是要建立和完善多层次的资本市场。在2010年中国两会期间，时任证监会主

① 注意，这并不具有可比性，因为股权分置改革期间，中国股票市场暂停了IPO发行；就是股权分置改革完成后的2008年9月—2009年6月，也暂停了9个月的IPO发行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

席尚福林对未来资本市场的建设提出了设想，其大意是，创业板推出后，未来工作重点将放在 OTC 市场。从中国 OTC 市场的建设来看，已逐步形成了代办股份转让系统、在天津建立全国性 OTC 市场、在若干城市建立 OTC 区域性市场。目前，中关村代办股份交易系统、天津 OTC 市场已经启动融资功能。虽然中国的 OTC 市场刚起步，对创业企业来讲，无疑具有重要意义，也将成为风险投资退出的重要渠道。



本章思考题

1. 风险投资退出机制的重要意义以及主要退出渠道。
2. 结合中国资本市场实际，如何运作创业企业首次公开发行股票？
3. 结合中国并购市场实际，分析如何完善中国的并购市场。
4. 分析全球风险投资退出状况。
5. 分析次贷危机对美国风险投资退出的影响。
6. 简述股票市场指数与风险投资退出的关系。
7. 简述如何完善中国风险投资退出机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第九章

风险投资基金的设立



本章摘要

本章将讨论风险投资（VC）的基本组织形式，以及外商投资风险投资机构的设立问题。在中国，关于风险投资的监管规定经常发生变动，所以建议读者仅将本章内容作为参考，而不要奉为在中国实践的依据。如果想要获得这方面的最新信息，还是要咨询相关律师或者其他专业人员。



关 键 词

公司制风险投资机构　子公司制风险投资机构　有限合伙制风险投资机构　普通合伙人（GP）　有限合伙人（LP）　附带收益　直接跟投　交叉跟投

第一节　风险投资的组织形式

一、风险投资的组织形式概述

风险投资机构的组织形式大致可以分为三类，包括：（1）公司（Corporation）制；（2）子公司（Corporate Subsidiary）制；（3）有限合伙（limited Partnership）制。而其他国家和地区的风险投资机构组织形式也基本以这三类为主。

（一）公司制

这是指风险投资机构以股份公司或有限责任公司的形式设立，是最早出现的风险投资组织形式，包括1946年成立的第一家现代的风险投资公司——美国研究与发展公司（American Research & Development Corp.，ARD）和1958年《小企业投资公司法》通过后建立的小企业投资公司（SBIC）。当时的主要投资者是富有的个人和家庭。美国研究与发展公司是美国第一家公开交易（Public Traded）的封闭式（Close-end）基金，而大多数中小企业投资公司也是主要在公开市场上筹集资金，参照的是美国公开上市投资基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金的组织结构。在这种法律结构下，风险资本提供者（即股东）只承担有限责任，因此当第三方由于合同违约等原因遭到损失时，股东不负赔偿责任。20 世纪 80 年代以后，随着机构投资（主要是公共养老基金、公司养老基金和捐赠基金等）的介入，这种组织形式很快减少。

而在中国，风险投资机构均以股份有限公司的形式成立，其原因在于只有这种形式才能享受“促进产业升级条例”所给予的税收优惠。

在英国，英国技术集团（BTG）是英国官办的最大风险投资公司，它主要以低息贷款形式进行投资，类似于美国的小企业投资公司。1995 年，英国通过了《风险投资信托（VCT）法案》，风险投资信托这种公开上市基金的形式在英国也很快流行起来。

（二）子公司制

在美国研究与发展公司（ARD）成立 20 多年后，20 世纪 60 年代中期，第一个子公司形式的风险投资基金出现，随后一些大财团通过设立附属的风险投资基金，逐渐加入到风险投资事业中来。

资本雄厚的公司逐渐成为风险投资的资金来源的主力之一。20 世纪 60 年代末期和 70 年代早期，《财富》500 强中有超过 25% 的公司开展了子公司形式的风险投资计划。

这些大的金融机构或实业公司以独立实体、分支机构或部门的形式建立风险投资子公司，主要目的在于为其母公司“提供多角化或创新”的可能性。这些子公司的资金和管理者一般都来自母公司，投资的项目成功与否对于资金管理者的报酬影响是有限的，而且其运作很难摆脱上级机构的压力。实证研究表明，随着风险投资行业的发展成熟，投资项目数量越来越多，独立的有限合伙组织形式就变得越有生命力和更普遍。所以，美国子公司形式的风险投资机构在风险投资行业中的份额已从 1977 年的 41% 下降到 1989 年的 16%。

日本的风险投资机构主要是大银行或大证券公司的附属风险投资机构。这种类型的风险投资公司占日本所有风险投资公司总数的 70% 以上。其资金来源主要是贷款，从而导致了日本风险投资机构的保守态度。

（三）有限合伙制

第一个有限合伙形态（Limited Partership）的风险投资机构，是 Draper、Gaither & Anderson 于 1958 年成立的。这种形式很快被其他人所模仿。但总体而言，在 20 世纪 60 年代和 70 年代，有限合伙形式在美国整个行业中比重很小。

1978 年美国劳工部修改了《雇员退休收入保障法》（即 ERISA 法案）中“谨慎投资者”（Prudent Man）条款。允许养老基金对小的或新兴企业所发行的证券以及对风险投资投入基金。由于养老基金是私人资本市场上最大的投资者，尽管其仅仅投入 5% ~ 6% 的基金于风险投资方面，但由于数量的绝对量非常大，因此，很快地，养老基金如潮水般涌入风险投资领域。

由于养老基金、大学和慈善机构等投资者为免税实体（作为有限合伙人它们不需要缴纳资本所得税，从而避免了双重征税），因此从长远看，这个修改极大地改变了风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险投资的资金供给情况和风险投资基金的结构，由此导致了风险投资的机构化，以及有限合伙制度在风险投资领域的主导地位。

在过去 20 多年中，风险投资行业最大的变化之一就是有限合伙人制度的兴起，Sahlman、William A.（1990）指出，20 世纪 80 年代以后至今，美国风险投资基金的典型组织形式主要采用有限合伙制。目前，有限合伙制形式占整个风险投资机构的 80% 以上，成为美国风险投资的典型模式。

在英国，20 世纪 90 年代以后的风险投资机构也以有限合伙为主要形式。

日本在 20 世纪 80 年代出现了类似美国的有限合伙风险投资公司形式，在日本称之为 TSJ。但是，TSJ 的数量并不计入日本的风险投资公司的统计数字。TSJ 发展并不快，而且投资也并不多，仅占日本全部风险投资额的三分之一左右，对日本风险投资的发展影响并不十分显著。

二、有限合伙制风险投资基金的基本结构

（一）合伙制与公司制

以英美模式为代表的风险投资体系中有限合伙是主导的组织形式，下面对其进行详细分析。国际上的商事组织基本分为合伙（Partnership）和公司（Corporation）两类。合伙制与普通公司的最主要区别在于以下两点。

1. 是否具有法人资格

合伙在英美法系国家中被视为自然人的聚合，因而不具备独立的法人资格；公司则是独立于投资人的法人，虽说合伙制的实体可以其名义诉讼与被诉讼以及偿付与被偿付，但其真正的法律责任、税负和债务最终仍然是由具体的合伙人承担。公司的情况则不同，公司是独立的法人，投资人的债务、税负和法律责任仅以其出资为限。

2. 税赋

合伙是一级税负制。免除了双重征税，合伙人仅以个人名义申报已实现的资本利得和损失；如果以有价证券形式进行收益分配，不会产生即时的应税收入。这使合伙人可以递延确认利得（或损失），直到有价证券被出售的那一天。普通公司则是二级税负制，即公司赢利必须缴纳企业所得税，公司税后赢利分给投资人的个人收入还需再缴纳个人所得税。

（二）有限合伙制

有限合伙制风险投资机构有两种合伙人，即有限合伙人（Limited Partner）和普通合伙人（General Partner）。有限合伙人是大部分风险资金的提供者，它们可以是个人，也可以是如养老基金或保险基金那样的机构；普通合伙人通常是一群（约 2~5 人）有经验的风险投资家，负责管理多个风险基金（Fund）或基金集团（Pool），每个风险基金上都分别对应一个法律上独立的有限合伙关系（见图 9.1 和图 9.2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

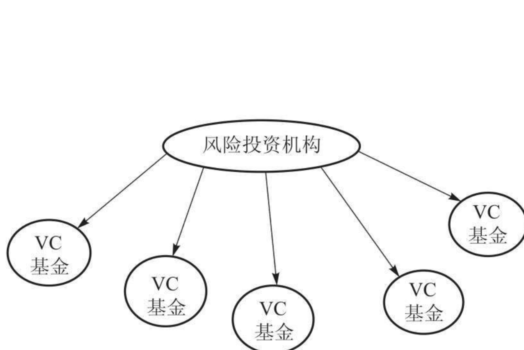


图 9.1 有限合伙制组织机构示意图 1

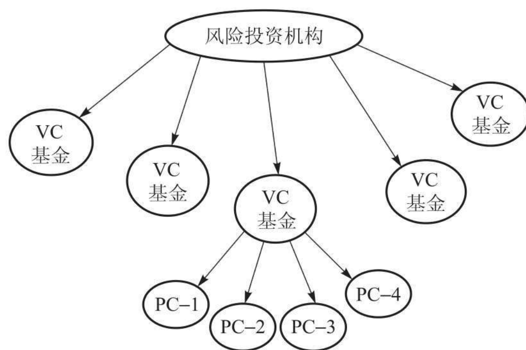


图 9.2 有限合伙制组织机构示意图 2

有限合伙制组织形式具有如下特点。

1. 法律结构

有限合伙制组织形式具有很重要的税收和法律考虑。如上所述，有限合伙企业的收入不必缴纳公司所得税，而是作为合伙人的收入按其个人的税制结构进行纳税处理。此外，有限合伙制风险投资机构可以通过向其合伙人分配有价证券的形式，避免产生即时的应税收入——只有当证券被出售时，其利得或损失才被确认。

尽管对有限合伙人参与管理的权力有诸多限制，但通常允许他们就重大问题，如在个别有限合伙协议、在契约中止前解散合伙企业、延长风险资金的期限、更换普通合伙人以及评估资产组合的价值等情况下有投票权。尽管合伙协议各不相同，但一般都要求有三分之二以上的多数合伙人投票通过才能使其变更生效。

2. 出资与分配

风险投资是一项高风险与高收益并存的事业。了解这一点非常重要，而且，这种风险和收益的正向关系也是理解风险投资基金内在结构的关键。这种合伙制的组织形式对风险投资家的吸引主要来自其收益分成设计（即附带收益）。一般地，风险投资家可以分享基金投资收益的 20%，有些情况下这一比例可以高达 35%。即使风险投资家仅被要求认缴总出资额的 1%，他们还是能够分享投资收益的 20%。也就是说，如果一个规模为 1 亿美元的投资基金最终收获 2 亿美元，那么一般合伙人就可以从中获得 2 180 万美元的收益。计算过程是这样的：风险投资家将分享属于有限合伙人投资收益的 20%（即 20% 的 LP 的收益：9 900 万美元×20% = 1 980 万美元），以及属于他自己的出资份额的收益（即 100% 的 GP 收益：100 万美元的 100% = 100 万美元），共计 2 080 万美元。有限合伙人将获得余下的所有收益，也就是说，他们用 9 900 万美元的投资最终收获了 1 亿 7 920 万美元的回报。如果我们假设所有的投资收益都能按期实现，那么，风险投资基金这一形式无论对于一般伙人还是有限合伙人，都是相当有诱惑的。对有限合伙人来说，参与风险投资基金不仅可以获得相当于普通投资 3 到 5 倍的投资收益，同时还能在一段既定的时间内获得 20% 甚至更高的内部收益率。

Paul Gompers 和 Josh Lerner 是两位在风险投资领域卓有成就的学者，他们在研究中发现 80% 以上的私募股权投资都把附带收益设定在 20% 到 21% 这一区间。另外，美世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本（Mercer Capital）——一家商业评估兼投资银行机构也报告说，“80/20 这一收益分成比例的确定，要追溯到早年私募投资基金业刚刚出现的时期。那个时候，行业普遍认为，20%的附带收益可以对风险投资家起到有效的激励作用。”

有意思的是，在中国我们看到，无论是风险投资基金还是私募股权投资，无论是人民币基金还是美元基金，都支付比一般模式更高的管理费，从 2.25% 到 3.0%。

风险投资家按照他们之间的协商分享附带收益。而这一分成比例一般不会在基金的招募文件中披露。

3. 经济寿命

调查表明，有 72% 的风险基金的经济寿命设定为 7~10 年。所有合伙协议都有延长风险资金寿命期的条款，延长合伙期限的权利，有的要求征得有限合伙人某种程度上的同意，有的合伙协议把决定权交给普通合伙人。最常见的延长期是三年，最长再增加一年。在风险资金到期时，为了把所有的现金和有价证券分配给合伙人，还需要进行一次账目结算。

4. 出资时间

通常在缴付出资时，有限合伙人只需投入出资额的一定比例，其余的可以分期投入。大多数协议要求以现金形式投入总出资额的 25%~33%，剩下的投资可以到未来某一天再投入（如每年 25%）。普通合伙人将监督有限合伙人按时缴纳出资。

如果合伙人毁弃出资承诺，就会受到处罚。例如，将其出资的所有权比例降低一半或者限制他们撤销已投入的资本等。但通过“无过离婚”（No-fault Divorce）的形式除外。

5. 开放投资期

一般地，风险投资基金会约定 4 到 6 年的开放投资期。就是说，在这个期间里，风险投资家要构建投资组合，并且对其中的项目进行注资。在开放投资期结束的时候，所有的未投资金都追加到已投的那些项目里。因此，风险投资家必须在构建投资组合伊始，就为后面的注资过程做好充足的资金储备。并且在投资过程中还要因时因事不断重新审视他们的资金储备是否仍然足够。2008 年到 2009 年的金融危机沉重地打击了风险投资的这一连续投资流程，造成一批本来很有潜力的公司被迫关闭，也使整个风险投资行业遭受巨额损失。另外，危机还使创新型企业群体性地陷入经营困境。

6. 管理费用

为了补偿运营成本，风险投资基金（通常是风险投资有限合伙制企业，下同）要收取年度管理费。这项费用一般按照风险投资基金承诺资本（Committed Capital）的 1.5% 到 2.5% 提取，并且在每个季度初预先支付。只在极少的情况下，管理费会以实际投资额或基金净值为计算基础。一般地，管理费用将在基金的后期逐渐减少，有的是从第 6 年到第 12 年，有的则是以基金开放投资期的结束为起点。

第二节　外商投资风险投资基金的设立

由于中国货币（人民币）还不能完全自由兑换，所以中国境内的外资风险投资数量还非常有限。虽然中国也有本土的合伙制风险投资基金，并且还在不断发展壮大，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是必须认识到我们正处在一个创新全球化的时代，与之相应，风险投资也显示出全球化的趋势。因此，为了能充分享受风险投资带来的好处，中国可以考虑推出合适的组织形式以鼓励风险投资。通过这种方式，中国不仅可以享受由国际风险投资家推动的技术转移，还能够在本土创新项目的投资实践中借鉴国际风投行业的成熟做法。

2003 年，中国认识到风险投资在解决就业和鼓励创新等方面发挥的重要作用，希望能将风险投资融入到其国民经济之中。于是，一种新的法律实体应运而生——风险投资基金（VCE）。风险投资基金可以接受有限合伙人以美元计价的出资。此外，还有一种专门用来接受美元出资的法律实体被称为外商投资风险投资基金（FIIVCE）。如今中国已经出现了一大批本土的人民币风险投资基金，然而这些人民币风险投资基金、成长型投资基金以及私募股权投资的繁荣主要是得益于 2007 年 11 月颁布的《中华人民共和国合伙企业法》，它认可了一般合伙人和有限合伙人的法律地位。2008 年 1 月 1 日正式实施的新税法又进一步明确合伙制企业税制，这对于风险投资基金的发展至关重要。在随后的 2008 和 2009 年，我们看到中国涌现出一大批新设立的人民币风险投资基金。

国外的风险投资人越来越多地通过外商投资风险投资基金（Foreign-Invested Venture Capital Enterprise，FIVCE）的方式参与中国的风险投资领域。究其原因，是因为：第一，近期中国颁布了一系列的法律和监管规定，给离岸风险投资基金在境内的运作设置了种种障碍，从而使这种投资形式丧失了本来的吸引力。第二，从 2005 年 7 月中国宣布人民币对美元浮动以来，人民币已经累计升值 15%，这就使外国投资人越来越急切地希望能够早日将他们的资金转化成人民币并且投资到中国。

一、法律许可

目前，中国境内规范外商投资风险投资基金（FIVCE）的设立、运营和管理的法律法规主要是《外商投资创业投资管理规定》（后称《外商创投规定》）。该规定于 2003 年 1 月 30 日颁布，并于同年 3 月 1 日起正式实施。这一法规的制定，是为了鼓励外国公司、企业，以及其他国外经济组织和个人参与到中国的风险投资事业中来。《外商创投规定》中对“风险投资”做了如下定义：风险投资是这样一种股权投资形式，它们一般投资于未上市的高新技术企业，并且为这些新生企业提供管理咨询，最终通过被投企业的资本升值来实现投资收益。

下面的篇幅里，作者将对外商投资风险投资基金（FIVCE）的基本特征和条件做一概要介绍。

二、风险投资基金的法律形式及相关条件

外商投资风险投资基金（FIVCE）可以设立为非法人制经营主体，也可以设立为公司制实体。

非法人制的外商投资风险投资基金（FIVCE）体现了有限合伙制的一般特征，也与其他国家的实践相一致。公司制与非法人制间存在很多重要的差别（见表 9.1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 9.1 公司制与非法人制间存在很多重要的差别

公司制外商投资风险投资基金	非法人制外商投资风险投资基金
所有出资人都只承担有限责任	出资人承担无限连带责任，但是可以选择采取风险投资家和有限合伙人的形式
投资者认缴资本总额的最低限额为 500 万美元	投资者认缴出资总额的最低限额为 1 000 万美元
资本金必须按照既定的规划按时到位	有双重纳税压力/享受“穿透性税收优待”(Pass Through Treatment)(得益于合伙企业法和新税法的修改)
按中国境内公司企业税率征税	在非法人制的形式下，根据事先签订的外商投资风险投资基金（FIVCE）合同，有限合伙人（LP）仅以他们的出资额为限承担有限责任，而一般合伙人（GP）则要承担无限责任。外商投资风险投资基金（FIVCE）一般不采取公司制，因为这一形式无法享受与非法人制同等的税收优惠

任何外商投资风险投资基金（FIVCE）都要经过中国商务部的批准才能设立。

三、出资

（一）注资

投资者可以根据风险投资进度分期向创投企业注入认缴出资，最长不得超过 5 年。各期投入资本额由创投企业根据创投企业合同及其与所投资企业签订的协议自主制定。但是，公司制 FIVCE 的资本金必须一步到位，没有任何灵活的安排。

（二）出资变更

1. 减少认缴出资额

投资者在创投企业存续期内一般不得减少其认缴出资额。然而，在《外商创投规定》中有明确规定的情形除外：(1) 经商务部批准的撤资行为；(2) 撤资行为经一般合伙人和有限合伙人同意，并且其出资额占认缴资本总额的 50% 以上；(3) 撤资后，该非法人制 FIVCE 的资本金不得少于 1 000 万美元。上述关于撤资的规定仅对非法人制 FIVCE 适用。

2. 减少认缴出资额的方式处置投资收益

创投企业处置其在所投资企业的利益而获得的收入中相当于其原出资额的部分，可以直接分配给投资各方。此类分配构成投资者减少其已投资的资本额。创投企业应在向其投资者作出分配之前至少 30 天内向中国商务部和外管局提交一份要求相应减少投资者已投入资本额的备案说明，同时证明投资者未到位的认缴出资额及创投企业当时拥有的其他资金至少相当于创投企业当时承担的投资义务的要求。这种备案制不适用于公司制 FIVCE。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. 认缴出资额的转让

一般合伙人在非法人制创投企业的存续期内不得从创投企业撤出。在特殊情况下确实需要撤出的，必须满足以下条件：（1）获得中国商务部批准；（2）获得占总出资额超过 50% 的其他投资者同意；（3）应将其权益转让给符合《外商创投规定》要求的新投资者。

有限合伙人如转让其在非法人制 FIVCE 中的认缴资本额，须按创投企业合同的约定进行，且受让人的出资额不得低于 100 万美元。《外商创投规定》还允许非法人制 FIVCE 接纳新的有限合伙人加入，条件是这一行为符合创投企业合同的约定并且经一般合伙人同意。另外，上述两种事项仅需向中国商务部备案即可。

四、创投企业的管理

依照《外商创投规定》要求，非法人制创投企业须设联合管理委员会，公司制创投企业须设董事会。联合管理委员会或董事会代表投资者管理创投企业。联合管理委员会或董事会下设经营管理机构，负责日常经营管理工作。

《外商投资风险投资基金管理规定》还指出，联合管理委员会或董事会可以不设立经营管理机构，而将该创投企业的日常经营权授予一家风险投资管理企业或另一家创投企业进行管理。该风险投资管理企业可以是内资风险投资管理企业，也可以是外商投资风险投资管理企业，或境外风险投资管理企业。在此情形下，该创投企业与该风险投资管理企业应签订管理合同，约定创投企业和风险投资管理企业的权利义务。该管理合同须经全体投资者同意并报中国商务部审批。

五、投资限制

《外商创投规定》第 32 条和第 41 条规定，所有 FIVCE 都不得投资于国家禁止外商投资的领域（具体项目参见《外商投资产业指导目录》）。因此，任何 FIVCE 都不能投资于被禁止投资行业的企业。如果发生投资于限制类企业的情况，该风险投资基金必须向中国商务部报告，等待审批。上述限制性投资规定以及须向商务部报批这一硬性要求，将可能迫使风险投资基金不得不放弃某些好的投资机会。然而，这些规定并不是针对 FIVCE 而制定的，所有在中国的外商投资都要受到这一约束。

在《外商投资产业指导目录》明确的禁止项目之外，《外商创投规定》还规定 FIVCE 不得从事如下活动：（1）直接或间接投资于上市交易的股票和企业债券（但所投资企业上市后，创投企业所持股份不在此列）；（2）直接或间接投资于非自用不动产；（3）贷款进行投资（包括过桥贷款）；（4）挪用非自有资金进行投资；（5）向他人提供贷款或担保（但是，创投企业对所投资企业一年以上的企业债券和可以转换为所投资企业股权的债券性质的投资不在此列）。

六、退出机制

依据《外商投资风险投资基金管理规定》，风险投资基金可以依法选择合适的退出机制：（1）将其持有的所投资企业的部分股权或全部股权转让给其他投资者；（2）与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所投资企业签订股权回购协议，由所投资企业在一定条件下依法回购其所持有的股权；（3）被投企业申请到境内外证券市场上市，创投企业可以依法通过证券市场转让其拥有的所投资企业的股份；（4）中国法律、行政法规允许的其他方式。

七、税收规定

在税收征管方面，中国目前还没有出台专门针对 FIVCE 的相关规定（一般情形可以参考2008 年实施的新税法，但是关于风险投资基金的相关规定还不是很完善）。一般的原则性规定则在《外商投资风险投资基金管理规定》中有所阐述：对非法人制创投企业，可以由投资各方依照国家税法的有关规定，分别申报缴纳企业所得税；也可以由非法人制创投企业提出申请，经批准后，依照税法规定统一计算缴纳企业所得税。这一规定有效避免了对风险投资基金的双重征税。根据财政部和国税总局联合下发的文件（财税〔2007〕31 号）规定，风险投资基金采取股权投资方式投资于未上市中小高新技术企业 2 年以上（含 2 年），凡符合下列条件的，可按其对中小高新技术企业投资额的 70% 抵扣该风险投资基金的应纳税所得额。必须说明的是，上述规定仅适用于符合2005 年颁布的《风险投资基金管理暂行办法》调整范围的人民币基金，FIVCE 并不包括在内。因此，此项税收优惠能否最终适用于 FIVCE 还是不确定的。

作者认为，外国投资者如果想要在中国设立美元 FIVCE，那么他们必须首先明了如何设立在华的常驻机构，以及之后如何依照中国税法的相关规定履行纳税义务。投资者有必要向税务顾问或者法律顾问进行详细的咨询，因为作者深知这将是一项复杂的工作，并且必须保证信息的及时更新。

八、FIVCE 的解散

然而，非法人制创投企业如果满足以下条件：（1）所有投资均已被出售或通过其他方式变卖，（2）其债务亦已全部清偿，（3）其剩余财产均已被分配给投资者，则无须上述批准即可进入解散和终止程序，只要在解散生效前至少 30 天内向中国商务部提交一份书面备案说明即可。

九、其他

（一）附带收益的计算方式

计算附带收益可以采取三种形式，其中最常用的方法是汇总计算法。这种方法将基金的所有投资项目加总，并且在整个投资组合收益的基础上提取支付风险投资家的附带收益。在这种方法下，附带收益的实现又分为两种模式。第一种模式要求风险投资家只能在全部支付有限合伙人初始投资额之后，才能取得附带收益。而第二种模式则允许风险投资家在每次分配投资收益的同时取得其附带收益，条件是基金当时的价值至少达到初始投资额的 120% 。

为了帮助读者理解上述两种模式的差别，我们来看看下面这个例子。假设有一个 5 亿美元的基金，其中 1 000 万美元投给了一家企业，几个月之后该项投资获得 1 亿 1 000 万美元收益。那么，如果按照第一种模式计算，这 1 亿 1 000 万美元都要归属于有限合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伙人，因为该项投资收益尚不能完全补偿基金的初试出资额。现在，我们再来看看第二种模式下附带收益的情形。很明显，1 亿 1 000 万美元的收益远远超过了当初 1 000 万美元初始投资的 120%，这样，风险投资家就可以获得属于他的那份收益。如果我们假设附带收益率为 20%，那么风险投资家就能够得到 2 000 万美元。而有限合伙人则收获余下的 9 000 万美元（8 000 万美元的投资收益加上 1 000 万的初始投资）。

另外两种计算附带收益的方法是，逐笔结算方法和最低预期回报率方法。逐笔结算就是说，风险投资家能够分享每一笔投资的收益。这种计算方法曾流行于 20 世纪 80 年代，之后就基本销声匿迹了。

最低预期回报率方法与汇总计算法大致相同，只是最低预期回报率要求基金的投资收益必须达到某个预先设定的收益水平，风险投资家才能实现其附带收益。而这个预先设定的最低投资收益率就被称为最低预期回报率。设置最低收益率是为了激励风险投资家更加努力，从而使基金取得超过常规的投资收益水平，并以此来协调两种合伙人的利益。一般地，创投企业会以美国国库券收益率为基准，将最低预期回报率设定在 5% 到 10% 这个区间。于是，只要基金达到该最低收益水平，风险投资家就能够分享基金的全部投资收益。值得注意的是，这种计算模式并不常见于创投企业，而是更多为并购基金所用。

在退出过程中（例如以并购、上市等方式退出），创投企业（更常见于并购基金）一般会提供投资银行服务，并因此获得另一项收益——交易费用。20 世纪 80 年代的时候，这笔交易费用往往归风险投资家所有。但是，在某些情况下，这笔费用可能会非常可观。并购基金 Kohlberg Kravis Roberts 就因此取得过巨额的交易费用。从那之后，有限合伙人开始要求分享交易费收入。归属于有限合伙人的分成一般以等额抵减支付风险投资家投资管理费的形式实现，分成比例普遍设定为 50%。

（二）其他合约条款

一般地，风险投资合同中还要包含一系列其他约定。直接跟投是指，风险投资家直接投资于已接受现有基金注资的企业。交叉跟投是指，风险投资家投资于已接受先前基金注资的企业。在有限合伙人条款中，通常会禁止风险投资家进行上述两种跟投。在 2008 年金融危机爆发之前，风险投资间基本不存在跟投的情况。然而，这次危机导致风险投资领域发生系统性的流动性危机。在这种情况下，为了能继续支持那些非常优秀但同时也有超额资本需求的企业，一些创投企业发起设立了它们的附属基金（Annex Fund）。这些基金规模较小，一般只相当于先前基金初始出资额的 10%。

有限合伙人条款还会设置撤销风险投资家约定。通常，最终决定需要多数甚至是绝大多数有限合伙人的一致认可，具体比例一般在 75% 到 90% 之间。

在特殊情况下，有限合伙人还可以使用“无过错撤销”条款。该条款赋予有限合伙人以权利，可以在合伙期内随时发起投票决定风险投资家的去留。该条款将约定有限合伙人可以停止注资甚至解散合伙关系的几种情形。一般地，达到某一比例的有限合伙人（通常为绝大多数，即占出资额 75% 以上）可以决定退出创投企业的合伙关系，以及停止继续注资。

（三）股份行权计划

股份行权计划是指风险投资家可以获得附带收益的时间段。实践中，在第一年末，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该行权比例平均为 15%，而 4~6 年后至开放投资期结束时，这一比例就可以达到 75%。其余的权益要在创投企业之后的存续期内逐步实现。

20 世纪 80 年代，创投企业一般遵照事先确定的计划完成全部注资。然而，如今这种做法已经很少见了。有限合伙人一般会按照实际的投资需要随时注资。并且，通常需要风险投资家提前两到三周发出通知。

（四）名词解释和附录

这里，希望读者能够对当下风险投资合同中的一般表述和常见条款有所了解。然而，在实际操作中，由于市场环境不同以及地域间存在差异，对合同条款的理解还是会发生差异的。

最低出资额：一般规定，有限合伙人的最低出资额为 500 万美元。特殊情况下，可以由一般合伙人酌情裁量。

分散投资限制：除非取得顾问委员会许可，对单家企业的投资额不得超过基金出资总额的 15%。

资本认缴期：对于合伙人应缴未缴的承诺出资额，从基金募集期结束后第十年的 12 月 31 日起，即不再受合同约定的限制。而尚有已发生的成本费用（例如：管理费以及还在进行的投资）需要以这笔资金补偿的情况除外。但是，费用总额不得超过剩余出资额。

存续期：创投企业的合伙期将于基金募集期结束后第十年的 12 月 31 日终止。特殊情况下，如果一般合伙人同意，创投企业可以延期最长两年时间。

注资：一般地，有限合伙人应承担基金出资总额的 99%。注资将按照“按需投入”的方式进行，并且通常要求在不少于 10 个工作日之前通知合伙人。

酌量分配：在合伙解散之前，一般合伙人可以根据前文的约定，对基金的额外收益进行酌量分配。分配需要按照如下方式进行，并且符合一定顺序。

第一，实施额外收益分配的前提是，按照公允价值计量，有限合伙人已经实现的收益总额至少达到其初始投资总额（追加投资也包括在内）。额外收益分配必须面向所有合伙人，并且以他们各自的出资比例作为分配依据。

第二，基金的额外收益将按照如下比例进行分配：20% 归属一般合伙人，余下的 80% 在所有合伙人中分配，直到有限合伙人实现 3 倍于其初始投资额。

第三，上述分配结束后，尚未分配的收益将按照新比例分配：80% 归属一般合伙人，余下的 20% 在所有合伙人间分配，直到一般合伙人取得所有收益的 26.50%。最后，如果还存在未分配收益，一般合伙人将分享其中的 25%，余下部分（75%）在所有合伙人间按照出资比例分配，直到穷尽。

管理费：有限合伙人需要承担基金的管理费以及其他特定支出。在资本认缴期结束前或者基金投资规模达到资金总额的 90% 之前，有限合伙人应该按照各自出资额的 1.5%，逐年缴纳管理费，但是可以抵扣“交易费和解约费”（下一条中将进行介绍）。在此之后，如果还存在未弥补费用，有限合伙人应按照出资额的 0.75% 缴纳各自的份额。另外，有限合伙人一般应按事先约定，预先支付这笔资金，并且至少每季缴费一次。

交易费和解约费：现实中可能会出现这样的情况：在投资过程中，由一般合伙人控制的其他公司可能会与创投企业所注资的公司发生业务关系，向后者收取交易费用或解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约佣金。这笔资金的50%将被用来抵扣有限合伙人承担的创投企业经营中发生的费用。如果尚有结余，可以抵扣管理费。

费用分摊：通常，创投企业的管理费用（例如：员工薪酬、租金、办公设备等）由一般合伙人承担。而有限合伙人则要支付99%的合伙经营支出，唯一的例外是尚未完成的交易产生的费用。另外，合伙人年会的费用一般会在有限合伙人和一般合伙人间平均分摊。

转让与撤资：一般地，有限合伙人不得出售或转让其在创投企业的权益。特殊情况下，必须事先征得一般合伙人的书面同意。另外，如果按照事先约定，某个合伙人的权益变得不再合法，那么他将被禁止从创投企业中撤出。

认缴资本义务的免除：一般合伙人可以作出决定，免除所有合伙人在项目投资上的出资义务。具体情形如下：（1）认缴资本总额的75%已经投资于项目组合；（2）基于一般合伙人的善意考量；（3）由于法律法规发生变化。

“无过错”免除：如果有75%的有限合伙人投票，宣布认缴出资期终止。这种情况下，一般合伙人可以免除所有有限合伙人对投资项目的出资义务。该决定只有在一般合伙人收到通知后的6个月末，才能生效。

合伙期：如果没有被提前终止，风险投资基金的合伙期要一直持续到基金募集期结束后的第十年末。一般合伙人要在充分考虑创投企业利益的基础上，决定这一持续期的长短。另外，经大多数有限合伙人提议，创投企业合伙期还可以再延长1到2年时间。

根据合同条款解散和终止：根据创投企业合同中的有限合伙人条款（参见词条“转让、撤资或解雇一般合伙人”）的一般约定，经大多数有限合伙人同意，可以提前解散合伙关系并终止合同。

“无过错”解散和终止：在资本认缴期结束后，有限合伙人可以随时解散创投企业合伙关系，唯一条件是要同时征得85%的有限合伙人同意。一旦决定解散，一般合伙人将充当企业清算人的角色，除非有限合伙人（85%以上同意）任命了其他清算人。任命其他清算人，必须在“无过错”解散决议后的30到60天内作出。

投资限制：同一个投资项目，单个有限合伙人的投资上限为其出资额的15%，经该有限合伙人特别同意的情形除外。另外，如果采用过桥投资形式，该比例可以再提高5个百分点。

同业竞争限制：在出资认缴期结束前或基金的初始资本投资率达到75%之前，该创投企业的一般合伙人不得直接或间接地以出资人、顾问或者基金管理人的身份，参与到与该创投企业存在竞争关系的其他企业或投资基金中。

一般合伙人联合投资的权利：一般合伙人可以用自有资金与创投企业进行联合投资，只要他同意按照创投企业与被投资企业间达成的各项约定履行出资义务。

同业投资限制：一般合伙人不得越过创投企业，对其投资领域内的企业进行股权投资。

一般合伙人权益的转让与撤销自愿转让：一般合伙人转让或承诺转让其在创投企业的权益以及退出合伙关系，必须征得三分之二以上有限合伙人的一致同意。

有限合伙人权益的转让：有限合伙人出售、交换或转让其在创投企业中的全部或部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分权益，必须经一般合伙人同意。同时，权益的买方或受让人加入合伙企业也必须征得一般合伙人的同意。



本章思考题

1. 风险投资主要组织形式是什么？
2. 分析有限合伙制的特点。
3. 为什么有限合伙制成为当前风险投资机构的主要组织形式？
4. 当前中国风险投资机构设立的主要规定是什么？
5. 当前外汇管理制度对外资进入中国风险投资业的影响是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附　　录

附录 1　报备文件

申请设立外商投资创投企业（FIVCE）应当向中国商务部报送以下文件：

1. 投资各方签署的创投企业合同及章程；

2. 普通合伙人书面声明（声明内容包括：投资者符合第七条规定的资格条件；所有提供的材料真实性；投资者将严格遵循本规定及中国其他有关法律法规的要求）；

3. 律师事务所出具的对普通合伙人合法存在及其上述声明已获得有效授权和签署的法律意见书；

4. 风险投资家在该领域的投资经验说明、递交申请的前三年的管理资本情况、已投资资本的状况，及风险投资专业管理人员简历；

5. 投资者的注册登记证明（复印件）、法定代表人证明（复印件）；

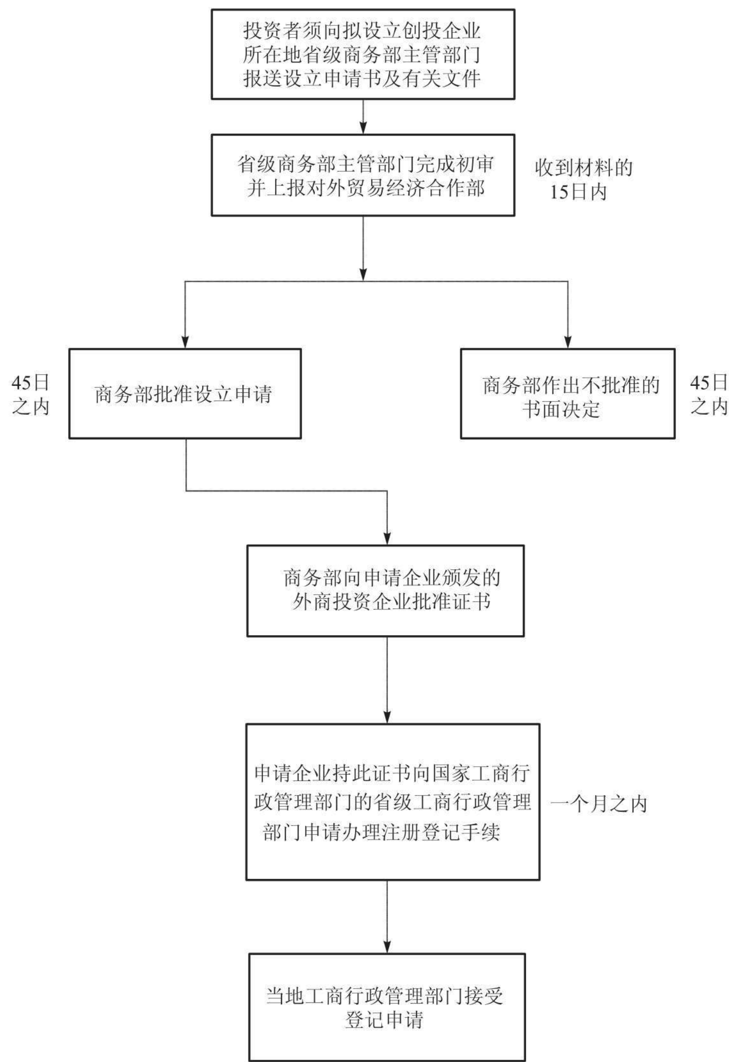
6. 名称登记机关出具的创投企业名称预先核准通知书；

7. 如果普通合伙人的资格条件是依据附录 4 的规定，则还应报送其符合条件的关联实体的相关材料；

8. 中国商务部要求的其他与申请设立有关的文件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录 2 设立创投企业的程序



附录 3 设立创投企业应具备的条件

设立创投企业应具备下列条件：

1. 投资者人数在 2 人以上 50 人以下；且应至少拥有一个普通合伙人（GP——一般合伙人）。

2. 非法人制创投企业投资者认缴出资总额的最低限额为 1 000 万美元；公司制创投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业投资者认缴资本总额的最低限额为500万美元。除第七条所述普通合伙人外，其他每个投资者的最低认缴出资额不得低于100万美元。外国投资者以可自由兑换的货币出资，中国投资者以人民币出资。

3. 有明确的组织形式。

4. 有明确合法的投资方向。

5. 除了将本企业经营活动授予一家风险投资管理公司进行管理的情形外，创投企业应有三名以上具备风险投资从业经验的专业人员。

6. 法律、行政法规规定的其他条件。

附录4　必备合伙人（GP）应具备的条件

普通合伙人应当具备下列条件：

1. 以风险投资为主营业务。

2. 在申请前三年，其管理的资本累计不低于1亿美元，且其中至少5 000万美元已经用于进行风险投资。如果投资者为中国风险投资家，本款业绩要求为：在申请前三年，其管理的资本累计不低于1亿元人民币，且其中至少5 000万元人民币已经用于进行风险投资。

3. 拥有3名以上具有3年以上风险投资从业经验的专业管理人员。

4. 如果某一投资者的关联实体满足上述条件，则该投资者可以申请成为普通合伙人。本款所称关联实体是指该投资者控制的某一实体，或控制该投资者的某一实体，或与该投资者共同受控于某一实体的另一实体。本款所称控制是指控制方拥有被控制方超过50%的表决权。

5. 普通合伙人及其上述关联实体均应未被所在国司法机关和其他相关监管机构禁止从事风险投资，或投资咨询业务，或以欺诈等原因进行处罚。

6. 非法人制创投企业的普通合伙人，对创投企业的认缴出资及实际出资分别不低于投资者认缴出资总额及实际出资总额的1%，且应对创投企业的债务承担连带责任；公司制创投企业的普通合伙人，对创投企业的认缴出资及实际出资分别不低于投资者认缴出资总额及实际出资总额的30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十章

风险投资与天使投资[①]



本章摘要

本章共为三节。第一节我们讨论了天使投资的概念，它的起源，它的定义以及它的特征。第二节我们从天使投资，天使投资家以及天使投资机构三个方面探讨了天使投资的作用。天使投资是创业企业早期融资的不可或缺的重要渠道。第三节我们讨论了天使投资与风险投资的一致性与他们的区别。天使投资与风险投资同是非公开权益资本，同样具有非公开权益资本的特征，但二者又存在一些本质性的和非本质性的区别。



关 键 词

天使投资　天使投资家　合格投资者　聪明的钱与愚昧的钱

第一节　天使投资的概念

一、天使投资的起源

天使投资这一概念最早起源于20世纪初纽约百老汇表演。当时演员和编导要作出精心努力，艰苦付出，以排练一部新剧目。在编导和排练过程中，他们不仅要付出艰辛的劳动，还要准备各种服装道具，需要一笔相当可观的经费。如果剧目大功告成，人们的投入就会带来荣誉和金钱。然而，一旦首演失败，他们献出的全部心血、注入的全部感情、付出的全部努力都会付诸东流，不仅如此，他们先前投入的全部资金，无论是自己的，还是亲朋好友的，也将化为乌有。可见，对于这种新型剧目的投资是具有相当高的风险的。

据说，在百老汇有这么一个故事：艺术家们在排练过程中，忽然发现资金不够，面

① 刘曼红．天使投资：理论与实践［M］．北京：经济管理出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

临着半途而废的困境，大家心急如焚。一方面，人们不愿意放弃已投入的人力、物力，另一方面，由于未来演出是否能够成功具有很多不确定因素，很难找到外部资金。艺术家们在排练中不仅付出了时间金钱，还付出了大量的心血，他们充满了美好的理想，充满了希望，然而却不得不为资金的匮乏而放弃。在最困难的时候，一位过去曾在百老汇演出成功的经济实力雄厚的人向他们伸出了援助之手。这位作出大胆而及时的投资决策的投资人，对于那些处于困境的编导和演员来说，如同上帝派来的天使。他们尊敬地称他为投资天使。“天使投资”一词应运而生。

百老汇出现的最初意义上的天使投资具有一定的慈善资助的性质。但后来，天使投资被用于纯商业行为。那些投资于种子期/早期的创意或创业的个人的股权资本即称为天使资本，而那些从事这种高风险，以期获取可能的高收益的人即称为天使投资家。像风险投资（Venture Capital，VC，又译为创业投资）一样，天使投资家不仅为企业提供资金，更具有价值的是他们的专业知识，他们的经验，他们的关系网。

有人说，天使投资家就是赌博与奉献的巧妙结合。如风险投资一样，天使投资也是一种风险性极高的投资行为。天使投资家在投资前就十分清楚：无论自己对所投项目作过多少审慎调查，无论这些项目看起来有多好，也无论其潜在的利润多大，它们的未来是叵测的，它们内在的风险是很高的。一旦投资失误，天使投资家所投入的自己辛辛苦苦赚来的钱就很可能石沉大海。面临这样巨大的风险，天使投资家仍然从事这种投资，表面看起来不能不说有一点赌博的味道。而在现实生活中，天使投资家的投资决策的每一步都相当审慎，以求最大程度地规避风险。越是老练的天使投资家，越是成功的天使投资家，就越投入相当的精力进行投资前的准备工作，包括对于项目的全面审核①。这种审慎的特性又与赌博大相径庭。另一方面，天使投资家往往具有创业者一样的激情，创业者一样的浪漫，创业者一样的乐观精神。他们期望成功，他们大胆冲向成功。像创业者一样，他们也具有奉献精神。不了解天使投资家的这种心理，就不能了解他们为什么热衷于天使投资这一事业，也不可能得到他们投资成功的秘诀。

二、天使投资的概念

天使投资仅指那些依赖于自己的资金，并以投资为职业（或作为主业或作为副业）的，针对项目的盈利前景或针对项目执行人的能力、人品、经验、责任心，奉献热情等等素质，以期获取高额投资回报的投资行为。天使投资是具有一定闲置资本的个人对于种子期的，具有巨大发展潜力的企业（项目）进行权益资本投资的行为。②

（一）天使投资的定义

天使投资又称为“非正规风险投资”。与风险投资相似，天使投资也是向非上市企业，特别是种子期/早期的创业企业进行非控股性投资的非公开权益资本。不同的是，风险投资是机构行为，而天使投资则是个人行为。风险投资家投的是他人的钱（主要

① Robert Wiltbank，Willamette University，and Warren Boeker，University of Washington，2007，Returns to angel investors in groups，SSRN working paper series.

② Center for Venture Research，University of New Hampshire.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是机构投资者的资本），而天使投资家投的是自己的钱。

严格地，并非所有的非正规风险投资都是天使投资。根据 Martin Haemmig 教授的研究，真正意义上的天使投资仅占非正规风险投资的资金来源的 9.3% （见表 10.1）。Scott Shane 教授则认为，这个数字大约只有 8%。①

表 10.1　　非正规风险投资的资金来源②

投资者与创业者的关系	百分比（%）
家庭成员	43.7
其他亲戚	8.9
朋友或邻居	29.2
同事	8.9
陌生人	9.3

从表 10.1 可以看出，创业者的家庭成员是他们创业的主要资金来源，占 43.7%，其次为朋友或邻居，占 29.2%，再次为陌生人，占 9.3%，最后是其他亲戚、同事，各占 8.9%。而所谓的"陌生人"与创业者既非亲朋好友，又非邻居同事，这种人的投资完全是一种商业行为。他们看准了创业者本人，创业的项目和市场，愿意承担投资风险，以获取潜在投资收益。严格地说，他们是真正意义上的天使投资人。

广义的天使投资指投资者用自己的钱，对于种子期或创始期企业给予资金支持的行为，包括家人的拆借，也包括亲戚朋友之间的解囊相助。严格意义上说，天使投资家所投的对象是和自己没有任何亲朋关系的陌生人。因此，投资者与被投者的关系是天使投资狭义和广义定义的重要区别之一。③

天使投资概念的狭义和广义之分还有第二层意义。狭义上的天使投资仅指那些以权益资本向创业企业进行种子期/早期投资的资本运作模式，因此天使投资是非公开权益资本的一个子范畴。而广义上的天使投资还包括其他投资模式：如短期拆借、延期付款、企业商业信用等其他借贷资本形式。在我国，也有人把天使投资的定义进一步推广，包括所有个人的权益资本投资，不仅是种子期和早期投资，还包括中晚期的权益资本投资，只要不是机构，而是个人的权益资本投资，他们都认为可以是天使投资。这种定义有别于目前世界各国普遍认可的天使投资的定义：天使投资与项目/企业的种子期或早期融资相联系。

① Scott Shane, September 2008, The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures, Working Paper, a report for Small Business Administration, Office of Advocacy.

② Martin Haemmig: Lecture note: Global Venture Capital, Renmin University, School of Finance, September, 2005.

③ 这个定义在学术上和实业界都存在争议，一些人认为，"陌生人"有时也可能成为朋友，因此陌生人和朋友之间很难区分，狭义与广义之分应主要看投资人是否是家庭成员或亲戚。（Global Entrepreneurship Monitor, 2003 report）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国天使投资协会创始人，协会前主席 John May 认为①：天使投资是一种个人的，私人的权益资本投资，天使投资家运用自己的纳税后的资金投入早期的陌生人（Stranger，非亲非故）的企业，获取非控股的权益；天使投资家在投资后要耐心等待多年，而这期间所投资本长期不能流动；天使投资家承担比一般投资更高的风险，以期获取高回报。

这里，天使投资的定义有如下要素：

（1）个人投资行为；

（2）个人用纳税后的资本进行投资；

（3）投资于种子期/早期（具有巨大发展潜力的）项目或企业；

（4）投资模式为权益资本投资；

（5）投资于“陌生人”的项目或企业（以有别于 3F 投资）；

（6）投资后处于“非控股”地位；

（7）耐心资本；

（8）流动性差，投资后很长时间所投资本不能流动；

（9）高风险，高回报。

一般地，天使投资是指以自己的资金从事企业首轮外部投资，以期获取利润的投资行为，它包括股权投资，也包括任何形式的债权投资。狭义的，或更严格意义上的天使投资则是指职业投资人以自己的资金向具有巨大发展潜力的企业所进行的种子期/早期的非控股的、投资期限相对长的、具有高风险、高潜在回报的权益资本投资。值得注意的是投资者不是喜爱风险，他们是热衷于追逐高收益，而为了获取高收益，投资者不得不承担高风险。如同风险投资家一样，天使投资家投资的目标项目不是高风险，而是高增长，他们投入那些具有巨大发展潜力的项目，以期获取高收益。

（二）天使投资与 3F

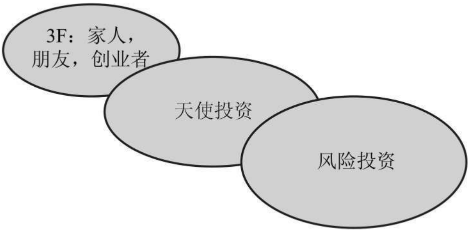


图 10.1 天使投资、风险投资与 3F

天使投资是居于 3F（Friend，Family and Fools or Founders，即朋友，家人和傻瓜或称创业者自己）和风险投资之间的一种民间投资模式（见图 10.1）。3F 与天使投资之间的区别在于：前者投资的额度远远少于后者；前者是投资于自己认识的人，而后者一般投资于陌生人；前者不一定是“合格投资者”，而后者必备合格投资者的资格；前者出于对于亲人朋友的同情与支持，而后者则出于对于创业者的帮助，对于项目的青睐，和对于未来投资收益的预期；前者不一定参与被投企业的管理，而后者积极参与企业建设；前者纯粹个人行为，后者虽然也是个人行为，但越来越走向组织化、正规化。

① John May 与作者于 2008 年 7 月 1 日会谈记录：美国吉弗尼亚州，美国天使投资协会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）天使投资与“合格投资者”的概念

根据美国联邦证券法，合格投资者（Accredited Investor）的标准如下[①]。

（1）银行、保险公司、经注册的投资公司、商业发展公司和美国小企业局批准的小企业投资公司。

（2）在“雇员退休收入保险方案”中囊括的雇员退休计划，并且该计划是由一家银行、保险公司或注册的投资顾问公司管理，或者该计划拥有至少 500 万美元。

（3）慈善机构，公司或合伙企业，其资本金至少达到 500 万美元。

（4）出售证券的公司的董事，执行管理人员，或一般合伙人。

（5）所有股东都是“合格投资者”的一家公司。

（6）自然人，如果其个人的或与其配偶共同的净资产超过 100 万美元。

（7）自然人，如果其最近两年每年的年收入都超过 20 万美元，或者其本人与配偶共同的年收入超过 30 万美元，并且预计在今后的若干年都会有类似的收入。

（8）信托公司，如果其总受托资产超过 500 万美元。

美国联邦证券法在“合格投资者”中列入了自然人的内涵，而这种对于自然人的合格投资者的身份标准被引入天使投资者的认证范畴内。一般地，在联邦证券法中得以承认的合格投资者即可成为合格的天使投资者。至 2005 年，美国的合格投资者约为 63 万人。[②]

随着经济的发展和一般民众收入的普遍增加，联邦证券法中上述条例显然有些过时了。2006 年 12 月，美国证券交易委员会修订了它的有关自然人作为“合格投资者”的条例，该条例是为了对于参与对冲基金和私人投资基金的人们加以限定。修订的条款提出：自然人作为“合格投资者”不仅要具备在联邦证券法中既定的条件，还必须已经至少拥有 250 万美元的投资。并且，这 250 万美元投资额必须不断地为当时的通货膨胀系数所修正。

事实上，所谓“合格投资者”的定义仅为投资者参考，它并不是一个法定条件，即并不是所有的天使投资者必须是“合格投资者”。政府仅是指出，作为天使投资者应该具有“合格投资者”的身份。一方面，只有符合条件的合格投资者在投资损失时才具有一定的规避风险的能力。另一方面，如果收入较低，净资产较少，个人投资的风险就相对较高，如果不注意，就可能由于投资失误而丧失基本生活能力。

进行天使投资的一个潜规则是：你能够投多少钱取决于你能够“丢”多少钱。即一个天使投资家的最高投资额度取决于他可能承受的最大投资损失额度，即取决于他/她对于损失的承受程度。这里用一个虚拟的例子。假定投资者甲和乙同样具有“合格投资者”的身份，同样作了 25 万美元的投资。再假定二者的投资同时失败，25 万美元的投资血本无归。投资者甲虽然有些不悦，但他仍然或工作，或休闲，或娱乐，或奋斗，好像 25 万美元的丧失对于他的打击不算什么。而投资者乙则不然，他十分痛悔自

---

① 美国证券交易委员会，SEC Rule 501，及美国证券法：Regulation D under the Securities Act of 1933。

② “A Note on Angel investing”，Jan. 2005，Tuck School of Business at Dartmouth，Center for Private Equity and Entrepreneurship.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

己的错误投资决策，恨自己的粗心大意，总是不断地自责、后悔。他心里总是想：“那25万美元作什么不好？还不如买一只小游艇，还不如买一片小山林，还不如投资于股票市场。”他吃不下饭，睡不着觉，衣带渐宽，郁闷成疾，险些丧失了生命。对于投资者甲，这25万美元可能还不是他的投资最高额，他也许可以把自己的投资额定得更高一点，而对于乙来说他的最高投资额显然应当远远小于25万美元。

天使投资者对于自己的投资上限应当有一个客观的评定。不同的人对于风险的承担程度不同，对于投资失败的容忍程度不同，他们的最高投资额度也应有所不同。

在我国，深圳市在“合格投资者”方面创下先例。深圳已经开始建立天使投资人备案登记制度。政府在支持天使投资发展方面也采取了一定的鼓励政策，经备案登记的天使投资人在进行天使投资时，有可能获得有关政府创业投资引导资金的跟进投资。深圳的尝试为全国各个地方政府树立了榜样。

深圳的天使投资人实行备案登记制度并无数量限制，符合条件即予备案。深圳对从事天使投资业务的个人进行备案登记，作出了以下规定。

（1）遵纪守法、诚实守信，无刑事违法和违反《中华人民共和国治安管理处罚条例》的记录，无信用不良记录；

（2）较强的经济实力和风险承受能力，个人资产超过500万元；

（3）从事投资、企业管理或相关业务的从业经历和专业技能，具有天使投资的实际案例或者投资项目的来源渠道和社会资源；

（4）具有深圳市金融顾问协会天使投资人俱乐部、深圳市创业投资同业公会、经深圳市备案的创业投资企业、经深圳市认定的科技企业孵化器以及其他在行业内具有较大影响力的社团法人和事业法人单位等其中任何一家的推荐意见。

对从事天使投资业务的机构进行备案登记，应当具备以下条件。

（1）在行业具有较高的知名度，具有较强的经济实力和风险承受能力，注册资本金不低于3 000万元；

（2）具有专业的、具备2年以上创业投资或相关业务经验的高级管理人员承担投资管理责任，或者委托专业投资管理机构负责相关的天使投资业务；

（3）具有天使投资的实际案例或者投资项目的来源渠道；关于推荐意见的要求与从事天使投资业务的个人进行备案登记相同。①

天使投资是一种为新兴的具有巨大发展潜力的，同时孕育着巨大风险的企业或创意的投资活动。天使投资家投资后获取被投企业的一定的股权资本，他们积极参与被投企业的建设与发展，以期最终带着丰厚的利润退出。过去，天使投资是民间的、自发的和分散的，他们以权益资本的方式进行。而近年来，天使投资也越来越趋向于有组织的投资行为。这种组织有时是松散的、自愿结合的；有时却是相对正规的、严谨的、有章可循的。

---

① 胡学文. 深圳出台全国首个天使投资人备案制度［N］. 证券时报，2009-06-05.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三、天使投资的特征

天使投资被称为“非正规风险投资”。对比风险投资来，天使投资往往是分散的、个体的、小规模的和非正规的。

天使投资具有如下特征：

第一，天使投资的投资额度偏小；

第二，天使投资的投资期限偏早；

第三，天使投资的投资风险偏高；

第四，天使投资的投资成本偏低；

第五，天使投资的投资决策偏快。

（一）天使投资的投资额度偏小

首先，由于天使投资家是一种分散的个体的小规模的投资模式，它的投资规模往往比较小。以美国天使投资为例，2006 年，美国天使投资总规模为 256 亿美元，和当年美国的风险投资总规模几乎一致。不同的是，天使投资共投入了 51 000 个项目，而同等额度的风险投资却仅投了 3 416 个项目。前者平均每个项目的投资额约 50 万美元，而后者则为 750 万美元，是前者的 15 倍。由于每笔投资额度较小，同样的资本金，天使投资可以支持更多的初创企业，对于种子期的企业来说，天使投资不是“锦上添花”，而是真正的“雪中送炭”。

（二）天使投资的投资期限偏早

进入 21 世纪以来，风险投资越来越有向晚期投入的趋向。这种风险投资“PE”化的倾向不仅存在于中国风险投资界，也存在于世界各国，包括美国风险投资界（见图 10. 2）。

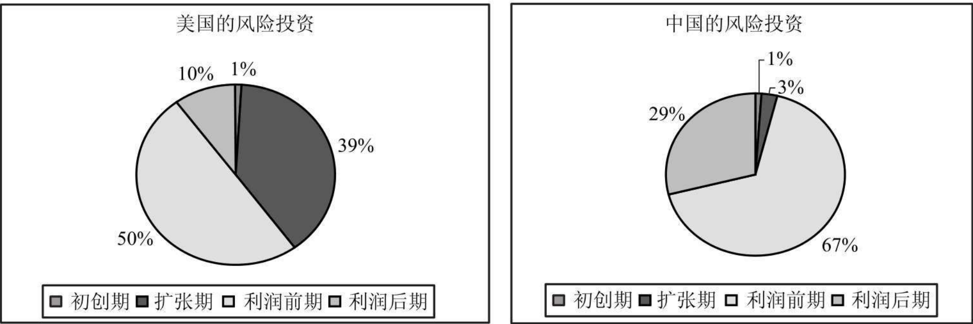


图 10. 2 中美风险投资：双双向后期转移

从图 10. 2 中不难看出，无论是美国还是中国，风险投资均转向投资于中晚期项目。在企业发展的扩张期投资被看做风险投资的投资特征，而这种状况正在发生变化。如图 10. 2所示，2007 年，在美国风险投资投向创始期和扩张期的资本占风险投资总额的 40%，而其总资本的 60% 投入了企业发展的中晚期。在中国，这种状况有增无减。风险投资的早期投资仅占 1%。作为“投资窗口”的扩张期通常是风险投资的主要投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期，中国的风险投资在这个时期仅投入了总资本的3%，其余96%的风险资本是投入中晚期项目的。

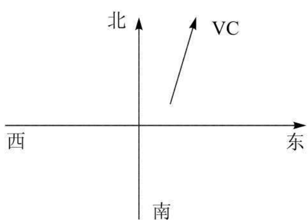


图10.3　风险投资向北走

事实上，不仅是美国和中国，全球风险投资都或多或少具有这种“PE”化的倾向。根据安永2007年报告，[①]各国风险投资都有向晚期投资的趋势。以全球风险投资第二轮投资的中值为例：从2002年到2006年，美国的风险资本每轮投资额增长了12.5%；欧洲增长了100%；以色列同样增长了100%；以中国为最，猛增了233%。这个数字说明了什么？这说明风险投资正在越来越向晚期投资转型。这种风险投资“向北走”的趋势可由图10.3表示。

上北下南，所谓“向北走”是指风险投资的投资额越来越大，每笔投资风险投资向北走，使得创业企业的早期融资更加困难，企业种子期、创始期的资金供给不能应付资本需求，出现了明显的资本缺口，加深了企业早期投融资之间的矛盾。有矛盾就有解决矛盾的动力，有困难就有机会。这种资本缺口的形成一方面给创业企业造成了巨大的资金困难，另一方面也为进行企业早期融资的资本造成了空前的机会。而天使投资正是弥补这一缺口的重要资金来源。也正因为天使投资的这一个性质，各国政府以及各地方政府都从某种程度上出台了各种优惠政策，包括税收政策以鼓励天使投资在本国，或本地区的投资，从而进一步推动当地创业企业的发展，尤其是高科技创业企业的发展。

（三）天使投资投资风险偏高

天使投资的这一特征是与其投资期限偏早密切相关的。一般地，投资期限越早，投资风险就越高。在企业创立的早期，尤其在其种子期，企业的技术还没有达到中试阶段（指新产品正式投产前的较小规模试验），其产品还没有得到市场的承认，其经营模式还没有经过商业竞争的洗礼，其管理团队还没有受到各类的考验，一切都还在尝试阶段，种种不可预测的变数，种种不可避免的不确定性都会造成新的问题、新的矛盾。在这个阶段投资，投资者所承担的高风险可想而知。

然而，“高风险，高潜在收益”是金融的基本要素之一。正因为天使投资的这种高风险，一旦成功，它的收益也是相当可观的。由于天使投资家的投资大多是基于自有资金，他们具有较强的风险承受力。天使投资家勇于承担风险，以资金和自己的宝贵经验扶植初创企业的精神自然也能够得到丰盛的收获。

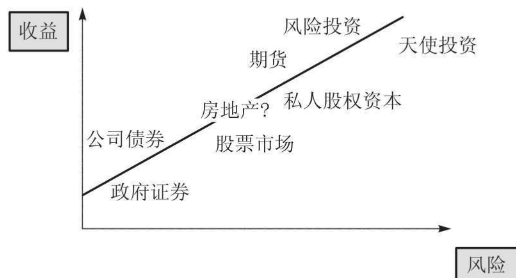


图10.4　天使投资：高风险，高收益

图10.4可作为解释高风险，高潜在收益的理论基础。向创业企业投资的期限越早，其潜在风险越高，预期未来收益也相应越高。否则，就没有人向早期项目，尤其是种子期项目投资。当然，

① E & Y. Acceleration：Global Venture Capital Insights Report 2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

预期收益高，并不是说高风险就一定会有高收益。如果未来预期收益的确定是无疑的，自然没有“高风险”可言。

相比起风险投资来，天使投资的投资期越早，潜在风险越高，其未来预期收益也就越高。风险投资比起私人权益资本来说，更具有高风险，高未来预期收益的特征。一般地，投资于政府证券风险最低，其未来预期收益也相对较低。房地产投资的情况就比较复杂。20 世纪末、21 世纪初，房地产价格在全球各个国家普遍攀升，呈现了房地产泡沫。在我国，这种房地产泡沫的产生比其他国家略略晚些。自然，在房地产泡沫形成的末期投资于房地产自然达不到获取高收益的效果。

（四）天使投资的投资成本偏低

与风险投资相比，天使投资的投资成本略低一些。天使投资与风险投资的最大区别在于：风险投资家是投资别人的钱，而天使投资家是投资自己的钱。投别人的钱，自然受别人的监督与控制。而监督与控制会提高以代理成本为主的交易成本。而投自己的钱，代理成本趋于零，交易成本也可大大降低。

典型风险投资的运作往往采取有限合伙制。在有限合伙制下，投资者是有限合伙人，即 LP（Limited Partner）；而风险投资家则是资金管理者，是一般合伙人，即 GP（General Partner）。由于投资者不是投资管理者，必然产生管理、监督成本，这种成本可以用代理关系阐述。代理成本的问题我们已在本书第四章详述。总之，由于风险投资家是管理别人的钱，他们与投资者之间形成委托代理关系，产生委托代理成本。而天使投资家是投资自己的钱，天使投资在这个层面不产生委托代理成本。仅此一点，就使得天使投资的投资成本相对较低。

（五）天使投资的投资决策偏快

天使投资的这一特征与天使投资的其他几个特征相关联：由于天使投资家投入的是自己的资金，自己觉得项目可行即决定投资，决策时没有中间环节，自然投资速度也相对较快。与此相反，风险投资是一种机构投资者，他们对于任何一个项目要反复推敲，尽职调查，有时需要风险投资公司内部一般合伙人的协商、讨论、最终决策。与他们不同，天使投资家则在对于所投项目具有较大的把握的情况下迅速作出投资决策。这种决策是天使投资家凭借自己的投资经验，甚至自己的投资直觉在短期内作出。

综上所述，天使投资具有投资额度偏小，投资期限偏早，投资风险偏高，投资成本偏低，投资决策偏快的特征。

第二节 天使投资的作用

一、天使投资为企业早期融资“雪中送炭”

天使投资是介于创业者自筹资金与风险投资之间的一种私人权益资本投资。天使投资比风险投资更趋向于早期投资。从这个角度看，天使投资具有更高的风险性，它的潜在收益也更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们知道，人是从婴儿到幼儿，从幼儿到成年的，企业也一样。“千里之行，始于足下”，没有幼小就没有成长壮大。而企业在初创时期是很难融资的。根据一项调查，我国中小企业中 60.5% 的企业没有中长期贷款，而在我国停产的中小企业中，47% 是因为资金短缺造成的。[①] 融资难引起的中小企业资金匮乏已制约和影响到中小企业的生存和发展，这与中小企业对我国经济和社会发展的贡献极不相称。

一方面，中小企业的融资需求越来越多，另一方面，针对中小企业的资金供给却没有相应提高。而以往作为创业型中小企业资金来源之一的风险投资又呈现了投资规模越来越大，投资期限越来越晚的趋向。这种现象不仅在美国，也不仅在中国，而是全球普遍存在。风险资本的投资越来越趋向企业发展的中后期，加重了创业型中小企业的融资困难。然而，这种状况却进一步拉动了企业对天使投资的需求，从客观上促进了天使投资的发展。

企业从出生到婴儿，到青壮年，到中老年，到衰亡，在各个不同的生命周期，其所需的资金量不同，其所承受的风险也不同。一般地，企业越是年幼，他们所需要的资本量越少，而他们本身所面临的风险越高。而随着企业的成长与发展，他们所需要的资本量越来越大，投资者所面临的风险也就越来越低。企业作为“法律人”的年龄的长短与其对于资本量的需求成正比，而与其所面临的风险成反比。在种子期，只要很少的资本量就能使企业渡过难关，但这很少的资本金仍然不易获取，其原因很简单：他们所需的资金虽少，但投资风险却极高。没有一定经验的投资者是很难把握所投项目的评估的真实性，很难在这个时期作出投资决策的。同时，只有扶植创业企业的热情，没有追求高回报的欲望也不可能有这个胆量作出这种投资决策。相反，在企业成长的后期，企业对于资本量的需求越来越大，反而相对容易获取资金。其原因在于，企业这时已经发展到了成熟期或稳定期，在市场上经受过风风雨雨的磨练，产品已经成型，技术已经接受了市场的考验，商业模式已经为实践所验证，团队已经富有一定的经验，投资者的预期风险比较小。

企业发展早期融资难原因不在于他们的融资额度，而在于融资风险。而高风险是天使投资的本质之一。天使投资存在的必要性恰恰在于企业在其生命周期早期发展的资本需要和其供给之间存在着矛盾。

在投资者看来，企业在其生命周期的早期融资面临种种风险，主要包括技术风险、市场风险、管理风险。这些高风险的存在大约有如下五个原因。

第一，信息的不对称。对于创业企业的真实状况，如资金状况、市场潜力、材料供应、销售渠道等等信息，企业家和天使投资家之间存在着信息的不对称性。企业家才真正掌握实情，而天使投资家往往很难把握全部信息。

第二，无形资产的价值较难评估，而无形资产往往是新兴的企业具有价值的资产。这些无形资产或是专利，或是商标，或是创意，或是没有专利的科技发明或创新，或是新的信息。这些无形资产可能在未来具有巨大价值，但在创业初期，他们的价值还很难作为投资的抵押品。此外，如果知识产权保护方面的法律法规不健全，投资者将面临较

① 郭祖军. 中小企业融资需要新思维，2007-11-21.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大的风险。

第三，创新项目市场风险很高。创业企业的创新项目，或创意还没有得到市场的确认。这些新兴事物很可能会在国家政策方面、宏观经济条件方面，或管理条例方面遇到没有想到的障碍，这些在投资者看来都具有不确定性或风险。

第四，隐蔽的科技风险不可忽视。科技产品是否可以平稳地实现向市场化的转移，科技含量是否经受住时间的考验，在进入市场前，这些科技创新是否已经为新的科技成果所替代，这些都会给天使投资家带来潜在的科技风险。

第五，管理层风险是创业企业的特征之一。创业企业的管理团队还没有经历过市场的检验。许多创业者具有创业热情，却缺乏管理经验的专业技术人员。从创业者成长为大型企业最高管理层的人，如微软的盖茨，在创业史上寥寥无几。

上述种种原因导致企业生命周期的早期融资难的状况。事实上，企业最需要资金支持的时期正是其发展阶段的早期，即种子期和创始期。Inc. 500 每年评比出美国 500 家最佳小企业，其中在创业时其资本金小于 2 万美元的企业占 60%。

一个国家真正的国际竞争力不仅在于具有实力强大的大型企业，更重要的是具有大批的具有发展潜力的创业企业。他们是大企业的预备军，他们是国家的未来。而扶植创业型中小企业的一项重要的资金来源是天使投资。在企业最需要资金，在企业的最弱小时期，天使投资的到来对于初创企业来说真犹如天使下凡一般。

天使投资在企业成长链中起着不可替代的重要作用，可以用一句话来概括：天使投资是弥补 3F（Family，Friend and Founders，家庭，朋友和创业者本人）和风险投资之间的资本空白。

一般地，企业发展的时间越长，它所需求的资金量就越大。在企业发展的初期，尤其是种子期，企业所需资金不多，3F 是其最主要的资金来源。在成长期（扩张期），风险投资是其可选择的资金来源之一，尔后企业可选择银行贷款作为债权融资，或 PE（私人权益资本，或译为非公开权益资本）作为股权融资。当企业走向稳定期，则可上市融资。天使投资是衔接 3F 和风险投资之间的一种重要的融资模式。在我国，这个缺口大约在 100 万元到 1 000 万元之间。一般地，小于 100 万元的资金来源可以通过 3F 来实现，大于 1 000 万元，创业者可以寻觅风险投资，而天使投资是 3F 与风险投资之间的融资桥梁。

由于近年来，风险投资越来越向中晚期投资发展，而创业企业融资的需求则越来越强烈，这使得天使投资越来越为创业者所青睐。风险投资的发展趋势可从二战后谈起。二战后一直到 20 世纪 80 年代，风险投资基金规模相对较小，投资期限偏早，所投项目的价值评估也相对比较低。

1990 年，第一只总额为 1 亿美元的风险投资基金出现。这在当时风险投资界是一件新闻。人们把这种巨大融资额的风险投资基金称为“Mega Fund”（巨额基金）。两年以后的 1992 年，出现了第一只 5 亿美元的基金；1998 年，则出现了第一只 10 亿美元的风险投资基金。2007 年，美国风险投资公司共有 741 家，共管理风险资本 2 570 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，风险投资基金平均规模为 1.66 亿美元①。风险投资巨额基金比比皆是。基金规模大了，每笔投资额自然随之增长。到 2015 年，全美风险资本投资额为 546 亿美元，共投入 3 937 个项目，平均每个项目投资额为 1 859 万美元。风险投资规模越来越大，投资额越来越高，特别是在 2008 年末全球金融危机的爆发后愈发明显。这也说明了天使投资为何应运而生。

二、天使投资家是推动企业早期权益资本投资的中坚力量

天使投资的上述种种作用是靠人来实现的。没有合格的天使投资人，天使投资就不可能发挥其推动创业型中小企业发展的重要作用。同时，没有生气勃勃的创业者群体，天使投资也不可能发挥其作用。

（一）人是最宝贵的

房地产销售商的名言是："Iocation，Iocation，Iocation"（地点、地点、地点）而天使投资家的至理名言与风险投资家的一致："People，People，People"（人、人、人）。

房地产销售商认为，房子的内部装修是可以改变的，房子的外部形态在很多方面也是可以改变的。如果是独门独户的别墅，房产主甚至可以"推倒重来"，把旧房子全面翻新。而房产主无论怎么改动，地点是很难变更的。这是为什么对于房地产来说，地点是选择房产的非常重要的基本点，房地产的地理位置也是决定其市场价值的关键。

风险投资/天使投资也是同样的道理。著名的风险投资家，被称为"风险投资之父"的 General Georges Doriot 曾经说：我宁可投资于第一流的创业团队，第二流的项目，而不投资于第二流的创业团队，第一流的项目。Doriot 先生的这句话多少年来一直作为许多风险投资家的座右铭。他的这段至理名言也是许多天使投资家的投资指南。

从某种意义上，天使投资就像风险投资一样，它也不是投资于项目，而是投资于人。成功也在"人"，失败也在"人"。天使投资的成功与失败要看是否投对了人。正如塔克学院的研究指出："不是公司筑造公司，是人筑造公司。"②

（二）鱼与渔之别

中国古语道：授之以鱼，不如授之以渔。"鱼"即可以饮食的鸡鸭鱼肉的鱼；而"渔"即捕鱼之道。"授之以鱼，不如授之以渔"即送给人们鱼以食，不如教授他们如何捕鱼的本领。前者仅仅为人们提供当前的温饱问题，而后者却可以帮助人们真正找到生存之道。

人们也常常运用"授之以鱼，不如授之以渔"的道理来比喻科学的教学方法。"授之以鱼"是指教师们单方面地给学生们灌输知识；而"授之以渔"则指教师们更偏重于教授学生们一种科学的学习方法，培养他们正确的学习态度和健康的学习兴趣，而不是一味强调死记硬背，生吞活咽书本知识。由于科学知识的迅速发展，尤其是在网络时代，知识爆炸的情况比比皆是，知识的传授受到了时间和空间的挑战。在这种情况下，

---

① 美国风险投资协会 2015 年统计数据。

② "A Note on Angel investing"，Jan. 2005，Tuck School of Business at Dartmouth，Center for Private Equity and Entrepreneurship.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仅仅做到知识的传授，而不重视方法的传授是会被科学技术的迅速发展所淘汰的。

鱼与渔之区别的道理也适用于天使投资。

当天使投资家仅仅给予创业者以资金支持，这是“授之以鱼”；而当他们在投资的同时，尤其是投资之后积极参与企业的成长壮大，那么，他们就是既做到“授之以鱼”又做到“授之以渔”：他们在给予创业者以资金支持的同时，教授创业者如何成长为成功的企业家。他们不但投入创业企业不可或缺的营运资本，而且还投入他们的经验、经历、他们的商业关系、他们的理想、他们的感情、他们的聪明智慧。

（三）聪明的钱和愚昧的钱

天使投资家与风险投资家一样，他们反复强调“聪明的钱”和“愚昧的钱”之区别（Smart Money vs. Dumb Money）。

我们知道金钱本身是中性的，货币就是货币，无所谓“聪明”还是“愚昧”。金钱本身并没有罪过，虽然在追求金钱的过程中，有些人暴露了丑陋的一面，然而货币或资金本身并不是丑陋的化身，它只是财富的代表。

既然货币本身并无美丽与丑恶之分，它也没有聪明和愚昧之别。那么为什么天使投资家往往强调“聪明的钱”和“愚昧的钱”的区别呢？

事实上，“聪明的钱”和“愚昧的钱”并不是指钱本身，而是指天使投资家本人。只要具有一定的投资经验，又肯于将这些投资经验分享给被投者，只要投资后不是甩手不管，而是积极参与企业的成长建设，我们就称他们为“聪明的钱”，而那些没有经验，投资后却指手画脚，为被投企业增添无数麻烦的投资人，则称为“愚昧的钱”。

聪明的钱和愚昧的钱的概念常常为风险投资家们所采用。在风险投资界，人们称那些帮助被投企业增值的投资者为“聪明的钱”，而那些对被投企业反而横加指责，越俎代庖的投资者称为“愚昧的钱”。

创业企业获取风险投资/天使投资就像给自己找对象一样。风险投资及天使投资是一种相对长期的“耐心资本”。由于投入到种子期/早期的创业企业，天使投资就更是“耐心资本”。风险投资家投入一个企业，就要和企业家共同奋斗几年，天使投资的与创业者共同奋斗的时间也很长，或更长。一旦风险投资/天使投资进入一家企业，投资者和企业家的婚姻关系就已经形成。因此，企业寻找风险投资/天使投资就像找共同生活的“另一半”。谨慎不仅是应当的，而且是必要的。有的投资者本身不是被投企业的内行，又没有很丰厚的企业管理经验，然而却事无巨细，每每干涉企业的生产、市场、人事等方面，坚持自己的意见，不愿意与企业家协商。这时，企业家可能很后悔为自己找了一个坏脾气的“婆婆”。自己的企业，自己不能做主，而外来的“婆婆”又不能提供有价值的建议。事实上，如果投资者是“愚昧的钱”，那么，许多企业家宁可不要这笔钱。“你不愿意雇佣一个有害于企业的雇员，你当然也不愿意把你的企业嫁给一个愚昧的有钱人。”①另一方面，如果创业者获得的是“聪明的钱”，投资者不仅提供资本，还提供他们的经验、他们的专长、他们的关系、他们不惧困难的坚韧精神及他们的创业热情。

---

① “What is dumb money?” Oct. 30, 2007 by Venture Hacks.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业家是需要资金支持，但他们真正需要的是带有智慧的资金的支持，他们需要的是“聪明的钱”。

企业家可以以这样一个简单的问题来检验潜在的投资者是否是“聪明的钱”：“如果他/她不投资，你是否愿意邀请他/她成为你董事会成员？”如果回答是肯定的，那么他/她很可能就是聪明的钱。

有的风险投资家把投资资本分为三类：“聪明的钱”“愚昧的钱”和“仅仅是钱”。“聪明的钱”除了投资资本外，还为被投企业提供各种各样其他的帮助；“愚昧的钱”虽然投入一定的资本金，却在其他方面为企业的增长带来障碍；而“仅仅是钱”是中性的，他们为被投企业仅仅提供资本金，没有其他的正面影响，也没有负面影响。

“聪明的钱”的投资案例很多。其中天使投资先入，而风险投资跟进的典型是谷歌公司。此外，软银投资于雅虎，KPBC 投资于网景，IDG 投资于当当网等，也是为人们所效仿的榜样。

“愚昧的钱”的案例也不少，例如：2000 年，美国在线宣布购买时代华纳公司，2001 年这个购并正式成功。然而，购并后，美国在线的利润大幅下滑。2002 年，美国时代华纳公司亏损 990 亿美元，是历史上最大的一笔亏损。再如，1998 年，奔驰汽车投资 460 亿美元收购了克莱斯勒汽车公司，原来设想以此购并形成一个跨国汽车公司，但购并后，克莱斯勒汽车公司总裁辞职，市场下降 50%，损失 450 亿美元。

成功的天使投资家不仅为初创企业投入资金，还投入自己宝贵的时间，他们大都是“聪明的钱”。他们不仅为企业家出钱，还出智慧。常言道，“当局者迷，旁观者清”。天使投资家往往能够看到企业家所不能看到的问题，可以从一个新的角度帮助企业家设立战略目标。

“聪明的钱”所带来的是智慧、经验、经历、关系网、再融资的可能性。“聪明的钱”是企业家最好的老师。

三、天使投资机构的作用

天使投资是分散的个体的私人的投资行为。过去，天使投资家往往自己寻找项目，自己筛选项目，自己作出投资决策。在 20 世纪 90 年代末，天使投资家们开始渐渐组织起来，形成天使投资机构，以集体的力量增加投资的力度。

过去，投资者和融资者之间存在着一条鸿沟。投资者要花费很大的精力和很多的时间寻找好的投资项目，而创业者更是缺乏有效的融资渠道，而天使投资机构的创立大大地推动了天使投资的发展。

（1）天使投资机构建立了天使投资家与创业家相互交流的平台，促进了天使投资家和创业者的沟通。人们往往认为，创业者和天使投资家的关系是项目找钱；创业者是有求于天使投资家的。但天使投资家寻求好项目的现象也屡见不鲜。成功的天使投资是天使投资家与创业者的出色结合，是经验丰富的天使投资家与出类拔萃的创业者的结合。没有天使投资家的资助，很多创业者的梦想就难以实现。而没有真正有创意的、有发展潜力的创业项目，也就没有天使投资家的巨额利润。然而，经济生活却往往看到有钱的人找不到好的项目，而有项目的人又找不到资金，有钱的人和找钱的人之间往往存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在一个鸿沟，天使投资机构的最大作用就是填补了这个鸿沟。天使投资组织为投资者和融资者搭建了一个沟通的平台，大大提高了投融资双方的经济效益。按照著名的天使投资家 William Payne 的评价：天使投资机构的出现形成了投资者和融资者双赢的局面。

（2）天使投资机构是天使投资家的聚集场所，它不仅为天使投资家增加了项目的数量，而且提高了项目流的质量。个体的天使投资家的项目来源有限，很难遇到高质量的具有投资潜质的优秀项目，而天使投资机构创立了一个天使投资家与创业者互惠的平台，优秀项目的数量自然大大增加。

（3）天使投资家个体的投资额有限，而天使投资机构可以聚集若干天使投资家，进行共同投资，这样就增大了可投资本量。

（4）个体的天使投资家局限于自己的专业背景和投资经验，而天使投资机构为天使投资家们共同作尽职审查提供了可能性。天使投资家具有不同的类型，有些天使投资家曾经多次创业，了解创业者的苦衷，另一些天使投资家则具有丰富的管理经验，并无创业尝试。这些天使投资家的合作，可以做到优势互补。此外，天使投资家们也可以做到专业知识的互补。总之，天使投资机构的存在使得这几类天使投资家能够互补有无，相互帮助，共同进行必要的尽职审查，以实现规避风险，增加盈利的可能性。

（5）天使投资机构的存在为天使投资家提供了学习、培训的机会。天使投资家是不甘寂寞的人们。他们很多人已经事业有成，也积累了不少资本，本来可以悠闲度日，颐养天年。但他们愿意贡献，愿意参与，愿意体现自己的价值。他们具有一定的可支配的资本，而体现自己价值的最好方式莫过于天使投资。许多天使投资家在以自己的金钱帮助创业者成长的过程中得到了精神上的满足，还获取了更多的利润。他们是边赚钱，边享受的。

① 天使投资机构还为天使投资家们开通了相互学习，相互帮助的渠道。天使投资家大都具有一定的工业、产业或创业的经验，而这些经验和知识是可以互相补充，取长补短的。

② 天使投资机构在提供交流平台，提供互相学习、互相帮助的渠道的同时，建立了天使投资家的关系网。天使投资家都知道，做生意不是物与物的交易，而是人与人的交易。天使投资机构为天使投资家建立的关系网将有助于天使投资家们提高业务水平，更上一层楼。

③ 天使投资机构扩大了天使投资家的专业知识，例如，某天使投资家具有生物工程方面的专业知识，他/她对于生物工程项目的鉴定为其他没有这方面知识的天使投资家提供了重要的依据。

④ 天使投资组织的重要使命在于游说政府，影响政府的政策，使之有利于天使投资的发展。例如，说服中央政府和省政府建立有利于天使投资的税收政策，使得天使投资成为更有利可图的、具有吸引力的投资模式，吸引更多的富有阶层的人参与天使投资活动。天使投资机构建立的平台还可以帮助天使投资家与中央政府、省政府、市政府的决策者之间建立经常的定期的通话机制，以促进天使投资的进一步发展。鼓励有资金、有能力的个人敢于承担风险，投资到种子期/早期的企业中，帮助这些企业的发展。

综上所述，天使投资机构的建立为广大天使投资家提供了一个投资平台，为他们提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

供了相互交流，学习的场地，为他们取长补短，共同投资打开了一条通道。此外，天使投资机构也为创业者提供了寻求天使投资的一扇门户。天使投资机构大大促进了各国天使投资事业的发展，为创业者，尤其是创新型创业者开启了天使投资之门。

第三节 天使投资与风险投资的一致与区别

一、天使投资与风险投资的一致性

（一）天使投资与风险投资同属于非公开权益资本

天使投资与风险投资同属于“非公开权益资本”，又称为私人权益资本，或 PE（Private Equity），见图 10.5。

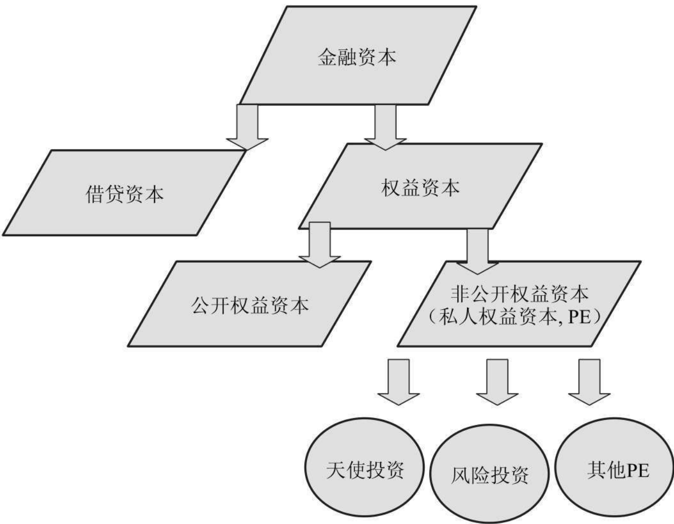


图 10.5 非公开权益资本类型

一般地，金融资本可分为两种基本形式：借贷资本和权益资本。权益资本又分为公开权益资本和非公开权益资本。非公开权益资本又称为私人权益资本（Private Equity，PE）。公开权益资本是可以在股票市场公开出售的权益资本，而非公开权益资本却没有这个功能。无论是天使投资还是风险投资，它们都不能在公开的资本市场上买卖，企业若想以非公开权益资本模式融资，他们是不可能在资本市场上筹集到的。他们必须以非公开的模式募集。从这个意义上，天使投资和风险投资具有共性。

（二）天使投资与风险投资都属于“买方金融”

他们向企业投资是以资本“购买”企业的股权。买方金融（Buy-side Financing）又译为买方融资，是区别于传统金融服务业的一种特殊的金融运作模式。非公开权益资本向企业投入资金实际上是买方金融家用资金购买企业的资产。例如，投资公司 A 向创业企业 B 投入 100 万元资本，换取公司 B 30% 的股份。这种经济行为可以看成是投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资公司 A 以 100 万元购买了创业企业 B 的 30% 的资产。在交易过程中，买方由于信息的不对称而不得不十分谨慎。事实上，非公开权益资本投资公司的买方金融地位是其在投资选项过程中实施种种风险防范措施的一个重要原因。然而，值得注意的是，非公开权益资本绝不是简单的金融运作，它是一种新兴的旨在帮助创建企业的投资模式。①

天使投资与风险投资都是直接投入企业的，尤其是创业企业的股权投资。虽然在投资期限上，天使投资比风险投资更偏向于早期、种子期投资，但二者同属于向企业实体的直接投资。它们都不是投资于资本市场的资本。他们投资的模式都是将资本直接投入企业，获取企业一定的股权。

（三）天使投资和风险投资在投资于企业以获取企业股权的过程中都具备一个共同的特征：他们从不购买被投企业的全部股权，而是购买企业的部分股权

他们是帮助创业企业的建设和发展的，他们是创业者身后的创业者。他们是特殊的投资者，然而他们仍然是投资者，而不是企业家。一位著名的风险投资家曾经说过：我宁可要被投企业 18% 的股权，而不要他们的 80% 的股权。因为前者是企业家拉车，投资者助力，后者则是投资者拉车，创业者助力，是本末倒置、适得其反的。

（四）天使投资和风险投资都以“高风险，高收益”为其投资特征

风险—收益的均衡性一直是金融理论的主要论题之一。纵观金融发展史，低风险与低潜在收益相联系，而高风险与高潜在收益相联系。风险—收益的这种关系称为“风险—收益交易”或“风险—收益均衡”（Risk/Return Profile，或者 Risk and Return Trade Off），这是金融的基本关系之一。

高风险高收益的关系可以通过如下简单推理得出。

投资者都会选择风险相对较低，而收益相对较高的项目。这种项目在自由竞争假设下很难长期存在。另一方面，如果风险相对高的项目不能够给予投资者以较高收益的预期，则不能够获得投资者的投资欲望。俗话说，“重赏之下必有勇夫”，没有一定高的投资收益预期，就没有人对于高风险的项目进行投资。同时，具有较高收益预期的项目往往处于人们尚未发现其投资价值时存在，如果所有的投资者都公认其投资价值，投资成本必然提高，投资后升值潜力必然下降。而这种项目正因为处于这种阶段，他们往往具有较高的风险性。

风险收益的关系是经受过多年实践的检验的。以市场相对成熟的美国为例，自股票市场创立以来，具有不同风险等级的各类金融资产均迅猛增长，从股票到其他证券，从 AAA 债券到垃圾债券，从多层次的公司债券到政府债券，其长期收益高低与所承担风险大小成鲜明正比。如果我们暂时撇开股票市场的最高期和最低潮，仅从 1925 年到 1995 年这 70 年的数据看，风险收益组合在投资决策中的作用昭然若揭。1925 年投资 MYM 1 于风险较高的细价股（又称小型股：Small Cap）70 年后其市值可达 MYM 3 425. 25 美元，平均年收益率为 12. 35%；而投资于风险极低的政府长期债券，70 年后

① 在传统的计划经济概念中，投资与金融是两个概念：一个来自财政系统，另一个来自银行系统。但在市场经济中，投资仅是金融的一个子范畴。见刘曼红 . 风险投资的金融内涵［D］. 北京：中国人民大学风险投资发展研究中心工作论文，2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其市值为 MYM 30.68，平均年收益率仅为 5.01%。①这证明风险高低本身并不是投资者的投资决策依据，而是风险收益权衡关系。

（五）天使投资与风险投资都热衷于投资“高增长”

虽然不是所有的高增长企业都是高科技企业，但的确许多高增长企业与高科技企业密切相关。人们把天使投资风险投资的投资对象归纳为“双高”企业，即高增长、高科技。

（六）天使投资与风险投资都是“增值性”投资

他们在投资于企业后都不是袖手旁观，守株待兔，而是积极参与被投企业的建设。他们为企业提供的不仅仅是资金，还有他们的管理经验、战略观念、市场分析、融资能力和商业关系，这些都是投资以外的无形资产。天使投资家与风险投资家在企业仍然处于种子期，初创期或扩张期就投入资金，他们承担了部分创业风险，从这个角度讲，他们也是创业者。天使投资虽然投资于更早期的企业，但与风险投资一样，他们本身就是创业者，是与被投企业同甘共苦的创业者。

（七）天使投资与风险投资都是“耐心资本”

他们投资后要耐心等待，对于被投企业细心培植，等待最终收获。由于天使投资更倾向于投资早期项目、种子期项目，天使投资家就更要有耐心。一般地，从资金投入到企业最终收回投资资本，获取资本增值至少需要三到五年时间。

（八）在投资过程中，天使投资与风险投资一样，都愿意组织联合投资

过去，天使投资是纯粹的个体行为，天使投资往往是分散的个体的私人的，他们很少采取联合投资的方式。然而，自从天使投资机构创立以来，天使投资家也采取风险投资家通用的战略：联合投资。联合投资能够降低投资风险，有助于投资于自己不太熟悉，但其他投资者较为熟悉的领域，还能扩大投资总额。

二、天使投资与风险投资的区别

天使投资作为非正规风险投资，和作为正规军的风险投资存在着一定的区别，有些区别在我们论述天使投资的特征时已经加以论述，这里从基本概念上把二者的区别再梳理一下。

（一）自己的钱与他人的钱

天使投资是投自己的钱，而风险投资家是投别人的钱。这是二者的最基本区别，其他许多区别都是基于这个基本点的。天使投资家是资本家，风险投资家是资本管理者。天使投资家是管理自己的钱，而风险投资家是管理别人的钱。

（二）三个投资环节与四个投资环节

正因为天使投资家是投自己的钱，它的运作过程比起风险投资来少了一个环节。风险投资具有：融资、投资、投资后管理、退出四个环节，而天使投资由于不需要向其他投资者融资，它的运作仅有：投资、投资后管理、退出三个环节。二者的区别可由图 10.6 展示。

① Brealey, Richard and Stewart Myers, Principles of Corporate Finance, Fourth edition, McGraw-Hill, 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

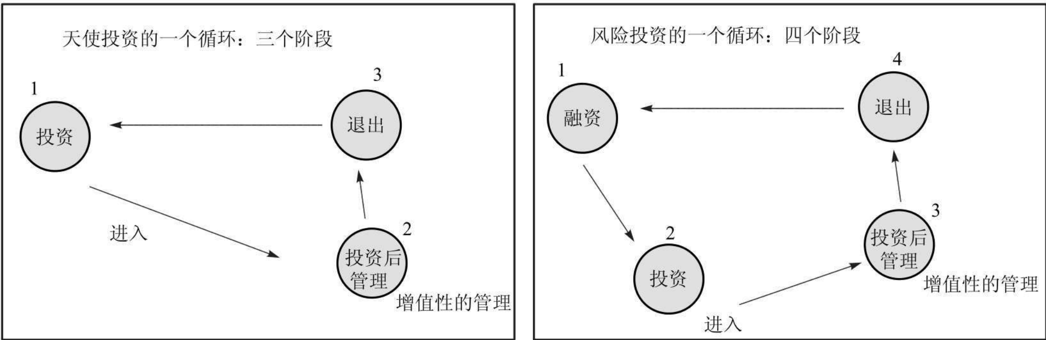


图 10.6 风险投资的四个阶段与天使投资的三个阶段

如图 10.6 所示，风险投资的过程分为：融资、投资、投资后管理，及退出。这一投资阶段也是风险投资家进入企业的阶段。既然风险投资家是投资家，他们一般不会在企业中永远做股东，他们是金融家，是用资本赚取资本的。他们是要从投资的企业中退出的，而且是带着丰厚的投资利润退出的。退出后，他们会将所获利润（资本增值）在投资者（LP）和他们本身（GP）之间进行分配，然后进行新的一轮循环：重新进行融资，投资，投资后管理，及退出的过程。

风险投资的这四个阶段形成一个资金的循环过程。天使投资也是一个资本循环过程，不同的是，天使投资的循环则仅仅具有三个阶段：投资、投资后管理、退出。天使投资家是用自己的钱来进行投资的，他们不需要向投资者融资，自然就没有融资阶段。此外，天使投资家在退出后也不需要进行利润分配。

（三）正规军与非正规军

天使投资是非正规的风险投资，而其非正规的性质目前正在慢慢地淡化。有人把风险投资比作正规军，而天使投资则为游击队。但这种比喻越来越与实际情况不符。因为天使投资机构的创立，天使投资家们也越来越采取联合方式投资，他们虽然仍然是独立的投资个人，但越来越喜欢作为天使投资团体的一员进行投资。

（四）机构投资者与个体投资者

风险投资是机构投资者，而天使投资是非机构投资者。作为正规军的风险投资更强调组织结构，审核和投资管理的程序，规避风险的手段。对于创业者来说，风险投资是“机构投资者”，而天使投资则是更为分散的，个别的，更可亲近的个人投资人。很多创业者认为天使投资家比风险投资家更容易接近。

（五）双重代理关系与单一代理关系

风险投资的特征之一是它具有两层委托代理结构，从而产生双重代理成本问题，这种特征使得风险投资相对比较昂贵。与此相比，天使投资只有一层委托代理结构，没有双重代理成本问题。风险投资的第一重代理关系产生在风险投资的融资过程中。融资时，投资者（又往往称为 LP：Limited Partner，有限合伙人）是委托人，而风险投资家（GP：General Partner，一般合伙人）是代理人。风险投资家作为资金管理者应当代表其委托人——投资者的利益，执行其意志。风险投资的第二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重代理关系产生在风险投资的投资阶段和投资后管理阶段中，在投资时，以及在投资后积极参与被投企业的管理中，风险投资家却摇身一变，从代理人变成委托人，而被投企业的企业家（创业者）这时成为代理人。创业者作为资金使用者应当代表其委托人——资金管理者的利益，执行其意志。风险投资家在这两层代理关系中的角色不同，作用也不同。而在天使投资全过程中，仅存在一重代理关系，天使投资家始终是委托人。从这个角度中，天使投资的委托代理关系要简单得多，相应地，天使投资的委托代理成本也低得多（见图 10.7、图 10.8）。

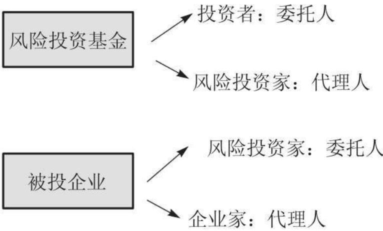


图 10.7　风险投资的代理关系

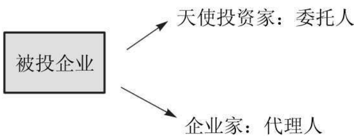


图 10.8　天使投资的代理关系

（六）种子期与扩张期

与风险投资相比，天使投资的投资期限更早。根据 A. Wong（2002）的调研，天使投资平均的投资期限在创业后 10 个月左右[①]。典型的风险投资的投资期限往往在种子期、初创期、扩张期，其投资重点为企业的扩张期。而天使投资则主要投资于企业的种子期和创始期。目前，风险投资在各国均有向后期投资的趋势。风险投资越来越向非公开权益资本（又称为私人权益资本：Private Equity）靠近。这种现状使得天使投资在企业发展早期的融资过程中起着越来越重要的作用。

（七）投资额度大与小

与风险投资相比，天使投资的投资额度更小。风险投资是一种机构化的资本运作形式，而天使投资则通常是非机构化的个体的分散的股权投资形式。作为机构化运作的风险投资基金规模越来越大。

美国风险投资基金规模自 2002 年以来直线上升。融资总额从 2002 年的 39.4 亿美元到 2007 年的 346.8 亿美元，增长了近 10 倍。与此同时，平均每个基金的规模从 2002 年的 2 200 万美元提高到 2007 年的 1 亿 4 760 万美元。中国风险投资基金规模也是这个趋势，而且更甚。以一个 1.5 亿美元的基金为例：假定风险投资基金投资到 15 个项目，那么，每个被投项目的平均投资额为 1 000 万美元。这种现实使得相当多的小企业、初创企业对于风险投资只能是“可望而不可即”，而天使投资则得到创业者越来越多的青睐。

（八）投资项目多与少

与风险投资相比，天使投资的投资项目更多。风险投资选择投资项目的标准可以说是百里挑一。如果一个风险投资家在一个月中略读了 100 个企业的商业计划书，他或她

---

① Andrew Wong，2002，Angel Finance：The Other Venture Capital. manuscript.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只挑选 3 到 5 个详细阅读，可能仅对其中的 2 到 3 个作尽职审查，最终可能只对一家企业投资。所以，风险投资所投资的项目是很少的。

以美国风险投资为例，美国风险投资在互联网泡沫高潮时（2000 年），全美风险投资共投入 7 903 个项目，达到历史最高纪录。从 2000 年起，风险投资的项目数开始下降，直到 2003 年触到谷底。从 2004 年始，风险投资项目数逐年上升，到 2007 年，增加到 3 912 个。虽然近 5 年来，风险投资一直呈上升趋势，但投资项目总数仍然有限。与风险投资相比，天使投资的所投项目数量却多得多，在 2007 年已经达到 50 000 家。

（九）投资风险高与更高

与风险投资相比，天使投资的投资风险更高。天使投资比风险投资投资的期限更早，而投资越早，所投项目的不确定因素就越多，投资风险也就越高。不确定性是伴随企业的诞生而诞生，随着企业的逐渐成长而减弱。企业越走向成熟，不确定因素就越减少，当然，不确定性会伴随企业的整个生命历程，只会减小，不会消失。这些不确定性包括以下几项。

（1）技术的不确定性；

（2）市场的不确定性；

（3）管理团队的不确定性；

（4）生产工艺过程的不确定性；

（5）宏观经济的不确定性；

（6）法律法规的不确定性；

（7）政治体制的不确定性。

上述不确定性中有的是不能伴随企业的成长壮大而减弱的，如宏观经济的不确定性，法律法规的不确定性，以及政治体制的不确定性。这些不确定性都隐含着风险。除了这些不确定性外，信息的不对称也会带来投资的风险。企业越是在创立的初期，这种信息不对称就越明显，投资者的潜在风险也就越大。

（十）投资成本的高与低

与风险投资相比，天使投资的投资成本更低。风险投资的投资成本相对较高，其原因如下。

（1）风险投资是机构化的投资管理，这种正规化为风险投资的运作带来了效益，同时也造成一定的管理成本。例如，风险投资公司要设立办公室，增设办公人员。而天使投资则是非正规的风险投资，相应地，其管理成本较低。

（2）风险投资过程包含两层委托代理关系，其委托代理成本自然比只有一层委托代理关系的天使投资要高。

（3）风险投资家是职业资金管理者，他们是有工资的，而天使投资家则很少给自己发放工资。风险投资家是经过训练的，经验丰富的职业资金管理者。他们所要求的工资及利润分成相对较高。而天使投资家虽然也是经验丰富的企业家、银行家、投资家、其他成功人士，但他们本身并不以此职业为生。许多天使投资家已经在事业上有所成就，他们作为天使投资家是为了利润，但更是出于他们的爱好，他们热爱这个事业。为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了实现自己的理想，帮助创业者建设企业，他们在投资和参与初创企业的成长壮大的过程中得到精神上的享受。从这个意义上说，金钱的收入并不是他们唯一的追求，这种状况造成他们的资金管理成本相对较低。

（4）天使投资家是投资自己的钱，而风险投资家是投资别人的钱。自己管理自己的钱，自己投资自己的钱自然省去相当大的管理经费。

（十一）投资决策的快与慢

与风险投资相比，天使投资的投资决策更快。天使投资家的决策快主要也是取决于他们是在投资自己的钱。

（1）由于天使投资家投资自己的钱，不必得到其他人的许可或默认，不必要经过一定的流程。

（2）同样由于天使投资家投资自己的钱，不需要和合伙人协商，不需要探讨和沟通，省去很多时间。

（3）天使投资家投资自己的钱，往往投资于自己所熟悉的领域，或投资于自己所熟悉的科技，自然轻车熟路，不必要过多的计量，更长时间的思索。

（十二）社会关系的多与少

天使投资家与风险投资家有些类似，他们都积极参与被投企业的管理与建设。但二者又不尽相同，与风险投资家一样，天使投资家也参与被投企业的管理与建设，他们也给予被投企业除了资金以外的其他帮助，如帮助组织下一轮融资，帮助企业寻找商业机会，帮助企业修正现存的成长战略。然而，风险投资毕竟是机构投资者，而天使投资大都是个人投资行为，前者的社会关系、商业关系都比后者丰富，他们的再融资能力也比后者强。

总之，天使投资与风险投资的区别可总结为表 10.2。

表 10.2　　天使投资家与风险投资家之区别

	天使投资家	风险投资家
融资	投资自己的钱，基本上不需要向其他人融资	投资其他人的钱，需要向富有的个人、家庭，主要是向机构投资者融资
投资	投资期限：种子期、初创期，及初创后期，以投资种子期和初创期为主	投资于种子期、初创期、初创后期、扩张期、成熟期，以投资于扩张期为主
	一次投资，往往缺乏后续资金投入	多轮投资，往往有后续资金投入
	投资工具以普通股，优先股为主	投资工具以可转换优先股为主
	投资工具中很少附加风险控制条款	投资工具中往往附加各种风险控制条款
	一般不以分期投资作为减少代理成本的手段	以分期投资作为减少代理成本的手段
	一般不太利用投资附加条款以在清产时保护自己的利益	利用投资附加条款以在清产时保护自己的利益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

	天使投资家	风险投资家
投资	一般不在投资时进入反稀释条款	在投资条款中附加各种类型的反稀释条款
投资后管理	积极参与管理	积极参与管理
	很少进入董事会，不认为这是参与被投企业管理的主要手段	进入董事会，并作为参与被投企业管理的主要手段之一
	投资后，创业者往往仍然保持对企业的绝对控制权	投资后，创业者可能会失去对于企业的绝对控制权
退出	股权赎回、转让、出售、被购并、首次公开上市（IPO）、清产，但一般很少参与 IPO	股权赎回、转让、出售、被购并、首次公开上市（IPO）、清产，一般地，IPO 是投资者退出战略首选

综上所述，天使投资与风险投资有着许多相似之处，但也存在重要的区别。随着经济发展，我国的天使投资与风险投资一样都会对促进创新、实现产业结构的转型作出重要的贡献。

本章思考题

1. 为什么天使投资家最好是“合格投资者”?
2. 谈谈天使投资与风险投资的区别。
3. 简述天使投资机构对于促进天使投资发展的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十一章

风险投资的新风尚

——社会价值投资



本章摘要

随着企业社会责任的发展，社会责任投资已成为当今世界经济领域的重要发展主题。风险投资与企业社会投资有着天然的交集。本章从企业社会责任入手，介绍了社会责任投资，以及社会责任与风险投资的关系；并结合当前风险投资的实践，介绍了绿色风险投资，以及风险投资在清洁技术领域的实践。再从“积极作为”的角度，介绍了价值投资，在中国也被称为“社会影响力投资”或“影响力投资”，除了追求财务回报外，更考虑到社会的、环境上的积极影响和贡献，而非社会责任投资强调的“少为害”，而在于“多为益”。



关 键 词

企业社会责任　社会责任投资　赤道原则　社会影响力投资　社会价值投资
绿色风险投资

第一节　风险投资的社会责任性

一、社会价值投资的概念

社会价值投资是指投资不仅为社会提供经济效益，同时还提供环境效益和社会效益，也叫社会责任投资（Socially Responsibility Investing，SRI）或影响力投资（Impact Investment），这类企业一般被称为“社会企业”。对于初始创业阶段社会企业的天使投资，有时亦称为社会企业的天使投资。社会企业的天使投资与一般社会责任投资不同，它不是对于一般企业的投资，而是对早期具有经济效益的项目；它与一般慈善基金不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同，它不是不断给予而是帮助企业自立；它与一般风险投资不同，它强调三重底线：经济底线，环境底线，社会底线（见图 11.1）。

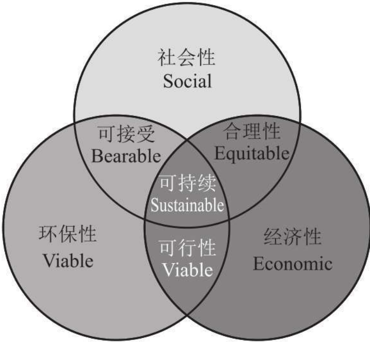


图 11.1 基于“三重底线”的社会价值投资目标

二、社会企业的风险投资

本章在梳理国内外关于对社会企业的风险投资的模式研究、决策理论和政策评价方法的基础上，结合社会企业的天使投资特性，以随机抽样、实际调查为方法研究市场供给方——风险投资家的行为特征，以典型抽样和计量检验为手段分析市场需求方——中小微型社会企业创新创业对天使投资及其公共政策的需求、认识和评价，深入实地访谈和案例项目为论据考察市场引导方——政府对于社会风险投资市场特征和公共政策研究置于全球视角下，总结研究社会企业的风险投资的国际经验并分析国外社会企业的风险投资市场差异的内在机理，从而进一步设计出符合我国社会企业风险投资发展的政策建议，这不仅能为完善我国社会企业的风险投资管理制度、缓解社会环境问题、促进中小微型社会企业融资困境提供理论指导和经验证据，而且对我国经济、环境、社会和科技的发展也具有积极的现实和正面意义。

社会企业是近二十多年在西方流行的一种投资理念，它也被称为可持续发展和社会责任投资，是一种基于社会、环境、经济三重准则的投资模式。在投资决策过程中，社会企业要求从经济、社会、环境“三重底线”（Triple Bottom Line）出发，采用多种策略滤除在履行社会责任方面表现不佳的对象，促使企业承担相应的社会责任，为投资者和社会带来持续发展的价值。社会企业不是纯粹的企业，也不是一般的社会公益机构，它通过商业手法运作，赚取利润用以贡献社会，所得盈余用于扶助弱势社群、促进社区发展等社会问题，以及社会企业本身可持续发展的投资，社会企业重视社会价值多于追求企业盈利最大化。在英国，社会企业的历史可以追溯到 40 多年前。20 世纪 70 年代，欧洲一些福利国家开始出现经济衰退，继而引发了财政上的危机。部分国家开始逐渐采取公共服务外包的形式，来缓解政府的财政压力。但是，这种政府契约外包形式，其利润空间并不高，所以私人企业对这种投资形式的热情并不高，它并没有在很大程度上缓解政府的危机。到 20 世纪 80 至 90 年代，非营利组织开始介入这个领域，它们将组织的目标定位为“提供无法由公共部门满足的需求，必须能够从事生产性活动，并且寻求经济支持”，将服务人群定位为“边缘人群及失业者”，这些组织已经开始具备社会企业的雏形。同时，在传统社会中，非营利组织的经费来源主要是依靠政府补贴或慈善捐赠，当政府补贴或慈善捐赠的资金不足时，非营利组织就难以为继。而在过去的 30 年，非营利组织普遍遭受了这种危机：一方面，在一些社会产业中（比如教育、医疗），支出的增长速度已经超过了通货膨胀的速度，而在政府预算和慈善资金有限的情况下，这些组织之间便会通过竞争的形式争夺有限的资源。于是，部分组织开始转移方向，运用商业化的运作模式来解决自身发展中的财务危机。在这个过程中，以市场化为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

手段，以解决社会问题为目标的社会企业优势逐渐显现出来。通过市场化的操作，它不仅可以解决自身发展的成本，甚至会有一些盈余，因此，这些组织可以摆脱单纯依赖政府补贴或慈善捐赠获得资金的限制。同时，在资金盈余的情况下，它们可以进入私人资本市场，为其长远的目标进行融资。因此，社会企业在效率、稳定性和可持续性上拥有显著优点。英国社会企业联盟将社会企业简单概括为"运用商业手段，实现社会目的"。应该说，社会企业和普通商业企业并没有严格的权威的定义和界限的区分，其中有些甚至是交叉的（见图 11.2）。一般来说，要与传统的非营利组织区分，则至少半数的收入是来自交易而非政府补助或是捐款才能称为社会企业。

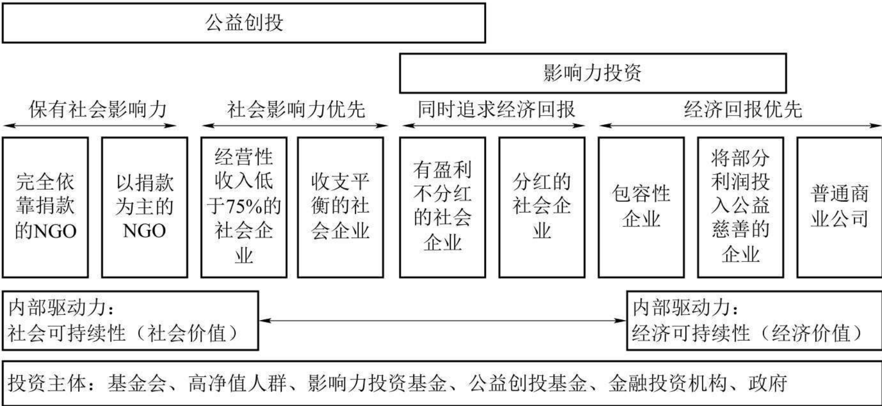


图 11.2 金·阿特洛的社会企业可持续性发展光谱图

英国的社会企业多指"社区利益企业"，即企业活动的宗旨是为了社区成员谋福利。2005 年，英国为此种类型的社会企业设立了"社区利益企业法规"，对其资产的使用、红利的分配采取严格的限定，同时如果社区利益企业的目标有所改变，也要经过法律的批准才能通过。该法规要求，社区利益企业不得向其成员分配获利及资产，资产及获利必须永久由企业持有，并且限制使用社会利益或是转移给另一个慈善组织或社会企业。同时，社区利益企业不得免税，每年还要提出社会利益年报，除了公开账目之外，此份报告必须说明了为了追求社会利益所作出的努力，以及在过去一年中与利益关系人的互动。

意大利社会企业最主要的解释概念为"社会合作社"，在 1991 年通过"社会合作社法"中规定，雇佣超过 30% 弱势劳工的社会企业可享受税赋减免优惠，或者得到政府补助。比利时的"社会目的企业法"则规定，任何商业企业决定不以追求利益为目的或仅追求有限的利润时均可申请成为社会企业，享有政府补助。

相比欧美国家，中国的社会企业才算是刚刚起步。社会企业的概念进入中国还不到 10 年。2004 年 1 月，北京大学的《中国社会工作研究》刊载了北大刘纪同教授《社会企业》译文，被认为是中国最早介绍该主题的学术文章之一。当年年底，第一批英国社会企业组织访问中国。从目前的发展看，社会企业在我国尚处在起步阶段，严格地说还很难概括出有代表性和特色的社会企业模式。但比较而言，大体上可以将实践中的探索分为两种模式：一是依托既有体制的公益创新模式，这种模式的社会企业主要依托两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种体制，即基于国有事业单位管理的社会福利企业模式和基于民间组织管理的民办非企业单位模式。二是积极引进市场机制的社会创新模式。灵活运用各种市场机制，探索用更多的市场手段解决社会问题。中国既是一个人口大国、经济大国，也是一个面临诸多问题的大国。今天，中国政府面临着两大压力，第一是公共服务供给不足的压力，特别是在教育、医疗和养老领域。以养老为例，市场需求 1 000 万养老护理员，目前合格的仅为 30 万。第二是经济下行的压力，所谓经济新常态，就是要加快调整产业结构，大力发展服务业，通过创新驱动来保证经济的稳定增长，至少防止急速下滑。

在“大众创业、万众创新”的宏观政策背景下，公益创投、慈善信托也上了国务院会议，政府加快推出公私部门合作的公私合作关系模式（Private Public Partnership, PPP），建立“惠而不费”的公共服务发展新机制；在鼓励和保护民办教育、医疗、养老社会投资方面，国务院优惠政策频频出台，宏观环境为各类社会企业的创新、创业发展创造了巨大的市场条件和有利的政策环境。

从市场需求层面看，据权威研究报告，到 2020 年，中国养老产业市场规模将达 8 万亿人民币，是当前市场供给量 4 500 亿的 18 倍；医疗健康产业规模也是 8 万亿；民办教育，包括民办大中小学、学前教育、远程教育和各类教育培训市场规模在 3 万亿左右；环保产业产值将超过 5 万亿。还有普惠金融、扶贫产业、有机农业、残疾人就业和家庭服务业等，都有巨大的发展空间。2017 年上半年，地方政府公布的 PPP 项目总金额就达 2 万亿，其中包括大量的公共服务采购。未来 5 年内，二三十万亿的社会投资，将刺激数万家，乃至数十万家社会企业的生长。这是中国社会企业发展的内生动力。社会企业的发展还具有科技、经济和社会发展的全球背景，以信息科技为代表的第三次工业革命，把人类带进了一个协同共享的新经济时代。科技创新带动了市场创新，进而推动了社会创新，如很多互联网创业平台公司在获得天使投资、风险投资后，给用户提供的却是免费服务，其类似一家公益机构。如阿里巴巴免费给数百位人带来创业就业机会，边远、落后地区的人们同样可以利用该平台售卖其产品或服务，退休老人、残疾人都能够在家实现自食其力。这一轮互联网经济的秘密是，遵循信息产品共享性的规则，用公益的手段做商业；而社会企业的秘密是，遵循解决社会问题有效性与可持续性的规则，用商业的手法做公益。今天，公益与商业，非营利与营利，社会组织与商业组织，已经你中有我，我中有你，再不是那样泾渭分明，更不是水火不容了。免费的商业+收费的公益，这种颠覆式的社会创新，给我们带来了无限的想象空间和创新可能性。社会企业作为企业，要承担解决社会问题、环境问题和实现财务的可持续的目标，保持三重底线，已经难乎其难，不宜再有其他捆绑。英国社企联盟 2011 年发布的《成长中的社会企业：社会复制调查》，通过对 20 家有社会特许经营计划的社会企业的深度访谈发现：因其商业特性，资助方不愿给予捐赠；因其特许经营社会特性，资本市场望而却步。最新发布的《2015 年度英国社会企业调查报告》称：39% 的英国社会企业认为缺乏资金支持是制约机构可持续发展的障碍，而主流中小企业受此困惑的只占 5%。私人资本投资社会企业，唯有把企业做得更好，才有利可图，这符合资本的逻辑，也合乎中国商业文明传统中“义利并举”的思想。孔子说过：“义以生利，利以平民”，“因民之所利而利之，斯不亦惠而不费乎？”宋代浙东学派陈亮言道：“功到成处，便是有德；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事到济处，便是道理”；永嘉学派叶适认为：“既无功利，则道义者乃无用之虚语”。中国传统文化中的义利观，与今天融合科技、商业与慈善的社会创新和社会企业运动，都是紧密相连而融会贯通的。

随着全球范围内的社会创新浪潮，慈善公益、社会责任的金融支持存在一些新趋势，包括全球化、微型金融、投资者合作、绿色投资、公益创投等。总体来看，私人部门与公共部门的结合更为深入和有耐力。2016 年 3 月发布的第十三个五年计划中，中国政府特别强调社会经济结构转型的重要性，明确了未来发展的“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念，特别是技术创新对于经济社会可持续发展的决定性作用。对于一些支持技术创新的风险投资机构来说，不仅要得到期望的投资回报，也开始关注可持续发展和社会责任领域的项目。比如，青云创投（Tsing Capital）是中国创投界的社会责任投资机构的标杆，是投资新能源、节能、环保、新材料、生态农业和清洁生产领域的开拓者。无论是风险天使投资机构还是企业本身角度来说，社会企业既能与社会发展、环境保护、文化教育等相关，又能增加投资机构、创新企业在商业文化和产品链方面竞争力，能够获得经济回报与社会效应的双重盈利。如何培育发展这类企业、重新配置资源、调动资金和人力资源组建专门的团队和部门将是中国本土大型企业和投资机构重点探索的领域，特别是对于初创企业的小微型社会企业的创新创业的早期投资扶持就显得更为关键和迫切。

基于此，本章将回顾风险投资在促进可持续发展和社会责任投资领域的理论与实践，关注风险投资在社会企业创新创业过程中的影响和作用，通过实际调研和查阅资料，对风险投资和企业社会责任的关系阐释、社会企业投资模式与投资策略以及公共政策进行系统性研究。

第二节 全球社会价值投资现状

一、社会价值投资的概念和模式

“社会价值投资”这一概念于 2007 年被首次提出，但是类似的实践已经有不短的历史，其思想源流也更为久远。2010 年，摩根大通、洛克菲勒基金会和全球影响力投资网络（GIIN）共同发布了报告，将社会价值投资定义为一种新兴的资产类别，迅速引起了主流投资界、公益界的关注和响应。之后，许多发达国家的政府、国际组织也积极跟进。英国在担任 G8 轮值主席国期间发起了“社会价值投资工作组”，各成员国成立了国别顾问委员会并准备了国别研究报告。经济合作与发展组织、世界经济论坛近年来也陆续发布了相关的专题报告。这些努力使社会价值投资向主流化迈出了坚实的步伐。

当前，世界各国都面临大量社会问题挑战。在新世纪的头 15 年中，全球极端贫困人口比 1990 年减少了一半，但仍有 10% 的人口生活在极端贫困中。2015 年，全球有 590 万 5 岁以下儿童夭折，有 6 630 万人无法获得经过改善的饮用水源，有 11 亿人得不到关键的社会服务。不少发达国家也面临同样的问题，收入差距扩大、中产阶级缩水、高企的青年失业率、种族歧视、移民问题等，这些问题导致了民粹思潮的盛行和对全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

化的普遍质疑。要应对这些挑战，需要大量的资金投入。据联合国的估计，要使全球发展中国家顺利实现可持续发展目标（SDGs），到 2030 年每年需要投入 3.9 万亿美元，而目前公共和私人部门每年在相关领域的资金投入仅为 1.4 万亿美元，还存在 2.5 万亿美元的缺口。在金融危机后，疲弱的全球经济也进一步削弱了各国政府、市场和社会部门为社会领域融资的能力。当前，我们迫切需要创新的投资模式，以整合政府、社会和市场的力量，以高效、规模化、可持续的方式解决社会中的迫切问题。

社会价值投资（Social Impact Investment）在中国也被称为“社会影响力投资”或“影响力投资”，是一种追求可测量的社会价值并兼顾经济回报的投资形式，为应对社会领域的融资困境提供了新的选择。如果将传统的公益慈善作为一极，以传统的商业投资为另一极，社会价值投资介于两者之间。这种投资方式具有明确的解决社会问题的意向，有事前预期和可测量的社会价值，同时兼顾财务收益和可持续性，投资项目的财务回报率可以低于也可以高于市场平均的回报率。

社会价值投资将社会目标与市场手段相结合，具有一些突出的特点。社会价值投资有助于政府、市场、社会协力参与社会投资，促进了三部门优势资源的整合，扩大了资源动员的范围和基础，提高了资源配置的效率，使投资决策更加透明和可问责，使投资产生的社会效果更加成本有效、规模化和可持续。社会价值投资有其适用范围，因而并不会取代传统的公共投资、公益投资和市场化投资，而是提供了这些传统投资手段之外的新选择，并推动传统投资手段的优化，形成优势互补。这些特性使社会价值投资得到投资界、公益界以及政府的青睐。

社会价值投资的概念被提出以后，迅速引起了全球主流投资界和公益界的兴趣，并在多个领域和不同的社会进行了实践，展现出巨大的发展潜力。不仅如此，社会价值投资也引起了八国集团（G8）在内的多国政府以及 OECD 等国际组织的关注，积极将之纳入主流政策框架。从各国实践来看，其领域涵盖但不限于减贫、养老、医疗、教育、小微金融、生态环境保护、清洁能源等，并特别关注对贫困弱势群体基本需求的满足。

推进社会价值投资在中国的发展，主要考虑三重必要性：一是资金上的必要性。当前中国正全力向全面建成小康社会的目标冲刺，这意味着要使现行标准下的 5 000 多万农村贫困人口全部摆脱贫困，要实现 1 亿农业转移人口市民化，改造城市棚户区为 1 亿城镇人口提供体面住房，还要应对经济社会发展的不平等、快速的老龄化以及环境污染与生态退化的挑战，这些领域都存在巨大的资金缺口，社会价值投资可以在弥合缺口中发挥重要作用。二是社会治理上的必要性。社会价值投资在本质上也是一种社会治理模式。三是社会价值投资对于中国当前改革中的两个难点问题，国企改革和事业单位改革，有可能提供借鉴和启示。正处于快速转型的中国社会，利益主体高度分化，利益诉求多样，利益冲突复杂严峻，需要新的机制来消弭社会裂痕，促成社会的合作和团结，共建美好中国。

二、国际社会价值投资总体规模和结构

社会价值投资市场有巨大的发展潜力，可以在填补全球发展投资资金缺口上发挥重要的作用。研究表明，仅仅是在为全球年收入不足 3 000 美元的金字塔底层人口提供住

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

房、农村供水、孕产妇保健、初等教育和金融服务方面，到 2020 年就有 4 000 亿~10 000 亿的投资机会。由于缺乏国际统一概念定义和标准，目前还难以对全球社会价值的总体结构和规模作比较准确的估计。根据 GIIN 的不完全统计，2015 年来自 157 家机构的社会价值投资总额已达 152 亿美元。该调查只考虑总投资额超过 1 000 万美元或投资项目超过 5 个的机构。根据这些机构的投资计划，预计 2016 年总投资将上升到 177.23 亿美元（见图 11.3）。7 GIIN 的网络覆盖范围还相对有限，机构遴选的标准较高，不包括小额投资和个体投资，因此实际的社会价值投资应该远远超过所报告的水平。



图 11.3 GIIN 统计的社会价值投资增长趋势

资料来源：《2016 年社会价值投资调查报告》。全球社会价值投资调查对机构的采集标准为：机构自我报告管理的社会价值资产总额超过 1 000 万美金或进行过超过五次社会价值投资。

根据 GIIN 的调查，从资金来源看，超过 75% 的投资资金来自欧洲和北美发达国家。从投资去向看，大约 39% 的资产位于欧洲和北美发达国家，非洲、拉丁美洲、亚洲、中东欧吸纳了约 61% 的社会价值投资。资金来源和投向的这种差异，也表明发达国家在全球社会价值投资版图中起着引领和主导的角色。

从行业分布来看，社会价值投资更多集中于具有规模化潜力的行业。GIIN 的调查显示，社会价值投资主要分布在住房、小微金融、能源、小微金融之外的金融服务业、食品和农业、水和卫生设施、医疗、教育等领域。其中，前四个行业总计吸收了 57% 的投资（见图 11.4）。

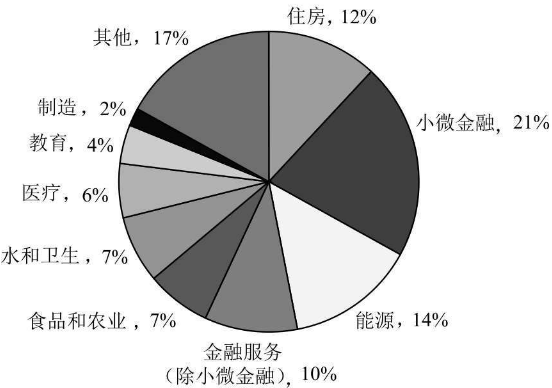


图 11.4 社会价值投资的规模分布

资料来源：《2016 年社会价值投资调查报告》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

社会价值投资的手段和工具可以非常多样，包括但不限于抵押或无抵押的贷款、各类慈善债券、股权或准股权等。英国彼得伯勒项目创造性地使用了“为成功付费”的社会影响力债券（Social Impact Bond），取得了成功，其经验被许多国家借鉴（详见专栏 1）。此外，依托众筹平台、P2P 等新兴渠道开展的社会价值投资也受到越来越多的关注。



专栏 1

彼得伯勒项目（Peterborough Project）

针对刑满释放人员再犯罪率高企这一突出的社会问题，2010 年英国发行了世界上第一支社会影响力债券，募集资金投资于“彼得伯勒项目”，通过开展实验性干预来减少彼得伯勒地区刑满释放人员的再犯罪率。

根据项目设计，服刑人员被随机分为三批，项目延续到 2016 年。项目的预期目标包括：（1）将每批刑满释放人员的再犯罪率降低 10%以上；（2）如果任意一批未达到 10%的目标，则三批人员的整体再犯率也要降低 7.5%以上。只有实现至少其中一个目标，投资人才能够收回投资并获取投资收益，收益率在 2.5%～13%，与再犯率的下降幅度挂钩。

项目从 17 家基金会募集了 500 万英镑作为起始资金，交付项目执行方使用。项目执行方为具备专业犯罪干预经验的公益组织圣吉尔斯信托（St Giles Trust），其所提供的服务内容包括提供住房、戒酒戒毒、就业、育儿及心理辅导等，为他们出狱后提供稳定的社会环境并帮助他们找到工作，以防止或减少再犯罪，同时也减少未来司法、监狱关押等相关成本。这些服务内容由当地社会组织制定。

项目由格林威治大学和莱斯特大学组成团队开展独立评估。还款资金来自英国司法部和英国彩票基金。2014 年 8 月公布了第一阶段的试验结果：首批参与试点的刑满释放人员中，再犯率降低了 8.4%，同期英国再犯率则提高了 10%。虽然未达到预期的 10%以上的降幅，项目还是充分验证了政府、投资人、公益组织三方合作的可能性，具有显著的成效。由于 2015 年英国政府普及了出狱社会服务，该项目被提前终止。

资料来源：Toby Eccles：http://bobyecc.wordpress.com/2014/04/25/peterboroughsib-a-success-or-a-failure.

评估和认证是社会价值投资得以发展的基石。社会价值投资市场机会的发掘、政府的战略规划和政策支持以及行业的监管，都需要以量化的评估和科学合理的认证为前提。在评估认证方面，目前已经初步形成了一些可资借鉴的框架和做法，主要包括三个方面：（1）投资准则和社会价值评估。2009 年，GIIN 开发了影响力报告与投资标准（Impact Reporting and Investment Standards，IRIS），IRIS 汇集了行业最有代表性的社会价值测评指标并形成标准目录，目录免费开放给所有利益相关者，使评测投资组合的社会价值变得简单易行。（2）投资评级与认证。全球社会价值投资评级体系（Global

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Impact Investment Rating System，GIIRS)。GIIRS 是由非营利组织 B Lab 所建立，通过该机构建立的 B Analytics 平台可以用于衡量、评估企业提供的社会价值，并根据企业的社会和环境绩效来办理 B Corp 认证。2013 年，B Lab 和 GIIN 合作，将 GIIN 的 IRIS 标准纳入 B Analytics 平台。(3) 基础成本目录。英国政府公布了 640 个社会问题（如未成年人首次犯罪、家庭暴力、辍学、失业等）的基础成本测算。尽管这样的测算未必十分精确和完美，但这为社会价值投资相关主体的决策提供了一个参考基准（见表 11.1)，对市场培育十分关键。理论上，如果其他解决方案的成本低于基准成本，就存在社会价值投资机会，政府可以通过公共服务采购等方式，和社会投资者取得共赢。

表 11.1　　英国部分社会问题所产生的单位成本

社会问题	财政成本（英镑，每人每年）	经济成本（英镑，每人每年）
未成年人首次犯罪	3 620	—
家庭暴力	2 836（每例）	1 692（每例）
辍学	11 473	658
失业	10 321	14 790
青年人 NEET	4 637	9 801
酗酒	2 015	—
流浪	8 605	—

资料来源：英国内阁提供的社会影响力债券工具（Social Impact Bond Toolkit）中，由 New Economy 编制核算的单位成本数据库。

政府支持性的制度和政策可以为社会价值投资的发展提供良好的条件。这些政策包括但不限于：(1) 通过立法为社会价值投资市场的关键参与主体提供合法的身份，并规范其运作。典型的如英国关于社会企业的相关立法。(2) 提供资金上的支持。譬如，日本政府提出“新公共性”政策，出资 2.1 亿美元支持社会创新，其中 8 600 万美元用于支持 800 家创业型社会企业，包括支持能力建设和提供种子基金；法国颁布《2014 社会与团结法案》，资助民间社会组织、公共投资银行（国有银行）和地方政府部门建立社会创新投资基金；英国政府立法拨出银行休眠账户的资金，成立大社会资本（Big Society Capital，BSC)，为社会价值投资提供批发投资。(3) 加大政府对社会价值产品和服务的采购力度。譬如，美国政府连续几年在预算中拨出 3 亿美元，用于推动“绩效给付”(Pay for Success)。(4) 提供其他市场基础设施，如英国政府公布各项社会问题的单项成本，为其他市场主体的投资决策提供参考。(5) 财税、金融等鼓励政策和相关配套措施，如美国的《新市场税收政策》(New Market Tax)、《联邦社区再投资法案》(Community Reinvestment Act，CRA) 等。

三、社会价值投资发展面临的挑战

社会价值投资在世界范围内仍方兴未艾。作为一种新兴的投资方式，也面临一些具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有共性的问题和挑战。主要包括：（1）观念普及不够，缺乏一致的概念界定和相关标准，这也导致识别和统计上的困难；（2）投资机会和项目仍有待开发，潜力没有充分得到发挥；（3）配套的产业链条不完善，生态体系的主体还不够丰富，功能上未能形成有效的互补；（4）法律和制度的滞后，使得相关主体及其行为缺乏合法性基础；（5）评估工具和标准仍不完善，评估资源缺乏；（6）缺乏专业人才支持。

第三节　社会价值投资与中国的改革发展

新中国成立以来，特别是改革开放后，中国在经济社会发展取得了长足的进步。经过三十多年的经济高速增长，中国的经济总量已经位居世界第二位，数以亿计的人口摆脱了贫困。不仅如此，从人均预期寿命、国民受教育水平、基础设施等指标看，中国所取得的进步也居于发展中国家前列。“十三五”期间，中国正向全面建成小康社会的冲刺。实现全面建成小康社会是中国共产党提出的“第一个百年目标”，将为第二个百年目标的实现——到新中国成立一百年时建成富强、民主、和谐的社会主义现代化国家，奠定坚实的基础。要实现这两大宏伟目标，中国当前需要在社会领域进行大量投资，积极推进社会建设，并全面深化改革，而社会价值投资有可能在此过程中发挥重要的作用。

一、社会价值投资的特点

社会价值投资将社会目标与市场手段相结合，具有一些突出的特点：第一，允许投资者获得一定水平的投资回报，为市场主体参与社会投资提供了激励，降低了参与的门槛，扩大了资源动员的范围；第二，通过投资而非捐赠，产生更持久、可持续的社会价值；第三，通过市场机制更加高效地配置社会资源；第四，易于和主流金融市场对接，开发标准化的投资工具，提高资产的流动性，更大程度地动员政府、企业、社会组织和个人的力量，形成规模化的解决方案；第五，将政府、社会和市场的优势要素相结合，促进了公共产品和服务提供的模式创新，有利于进一步降低成本、提高质量；第六，社会价值投资要求社会产出和价值可量化，更有利于促进科学决策，提高投资的透明度和可问责性，促进形成新的社会治理机制。

在现实经济社会生活中，存在着“三重失灵”（俞建拖，2015）。首先，由于外部性、信息不对称、交易成本等因素的存在，市场会存在失灵。在环境和公共服务领域，普遍存在外部性问题，因此市场不能提供有效地供给，需要政府的介入。其次，由不同利益诉求个体组成的政府，因为官员个体的利益最大化以及能力不足和信息不对称等问题，往往也难以进行公共服务的有效供给，因此政府也存在失灵。最后，被较少提及的是，社会部门也存在着失灵问题，突出表现在资源动员能力不足、资源配置分割和低效等方面，可以称为“社会失灵”。在一个社会中，政府、市场和社会部门在具有公共性（社会性）的产品和服务的提供上，各有其效率边界，也有力不能及的地方，因此容易形成空白区域。由于前述的相关特征，社会价值投资兼具了政府和社会部门的使命，同时利用了市场的手段，从而能够在这一空白区域中发挥重要的作用。

如上所述，社会价值投资的功能不仅是融资意义上的。社会价值投资由于是社会目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

标导向，鼓励各方力量参与，要求透明和可问责，强调公平和可持续，因此具有显著的社会治理性能。在本质上，社会价值投资不仅是一种经济意义的投资形式，也是一种社会治理机制。

二、三重必要性：为什么中国需要社会价值投资

从中国改革发展的现实需要来看，将社会价值投资纳入主流政策框架，至少有三个方面的必要性。

（一）弥补社会投资金缺口

在“十三五”期间，中国要实现全面建成小康社会的宏伟目标，需要在社会领域进行大量的投资。根据我国经济社会发展的相关规划，全面建成小康社会，意味着到2020年要实现现有标准下农村5 575万贫困人口全部脱贫，推进1亿农业转移人口市民化，为1亿城镇住在棚户区的人口提供体面住房，实现生态环境质量的实质性改善，以及在教育、健康、养老等关键领域的社会服务提供。由表11.2可知，仅仅是在所列的扶贫开发、城镇化等7个领域，未来5年的投资需求将是十分庞大的，扣除其中重叠的部分，保守估计在55万亿~70万亿。

表11.2　部分社会领域在“十三五”期间的投资需求

社会投资领域	投资需求
扶贫开发	5万亿~7万亿
农业转移人口市民化	10万亿~15万亿
保障性住房	6万亿~8万亿
教育	20万亿~22万亿
健康	6万亿~10万亿
环保	15万亿~18万亿
总计	55万亿~70万亿

政府一直在社会投资中扮演决定性的角色，但现在政府的筹资能力面临新的挑战。随着中国经济进入新常态，经济增速显著放缓，从2010年的10.4%下降到2015年的6.9%，同期公共财政收入增速也从21.3%下滑到8.4%。不仅如此，尽管总债务水平在主要经济体中还处于较低水平，近年来政府债务快速攀升，通过举债为社会投资融资的空间也在快速缩小，这些都将限制政府未来在社会领域的投资能力。

中国民间社会力量薄弱，在社会投资中的影响微小。在许多发达国家，来自民间社会的资金也是社会投资的重要力量，譬如，美国来自个人和企业的公益捐赠占GDP的比重长期稳定在2%左右。相比之下，中国社会捐赠的总规模和相对水平还比较低，2014年度全国接受国内外社会捐赠款物总额为102.3亿元，处于近年来较高的水平，但也仅占GDP的0.16%。

近年来，随着中国经济结构进入深度转型以及国内国际经济的新常态，市场部门的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资也受到显著的影响，其中民间投资下滑的增幅尤其明显。以固定资产投资为例，2012 年至 2015 年，民间投资增速从 24.6% 下滑到 10.1%，2016 年上半年固定资产投资增速更是只有 2.8%。这显示出市场的投资意愿和能力受到显著影响。

要为巨额的社会投资融资，需要政府、市场和社会部门三方合作，利用新的投资方式，开拓新的投资空间。引入社会价值投资，将为促进社会投资提供一个新的机遇。

（二）促进社会建设

当前，中国社会的利益主体高度多元化，利益关系复杂，各类社会矛盾多发，社会建设的任务十分艰巨。近年来，随着政府加大社会领域的投入力度，积极推进基本公共服务均等化，推动城乡和区域协调发展，建立“兜底”制度，我国居民收入分配格局有所改善。自 2009 年以来，居民收入的基尼系数开始逐步下降，至 2015 年下降到 0.462。但是，我国的收入分配差距在主要经济体中仍处于较高水平。不仅如此，一些研究显示，居民财产差距还要远远大于收入差距。这样的收入和财产分配格局，在一定程度上导致和加剧了社会不同阶层之间的紧张和对立。因此，中国社会也需要新的机制和渠道，来促进社会各方的共同参与和合作，并共享发展成果。社会价值投资具有显著的社会治理涵义，在此过程中可以发挥积极的作用。

（三）推动相关领域的改革

十八届三中全会以来，中国全面推进各个领域的改革进程。社会价值投资寻求兼顾社会价值和经济回报，对于我国国企改革和事业单位改革也有启示意义。事实上，许多国有企业和经营性的事业单位是社会价值导向的，并按照市场化的方式开展可持续的经营活动，它们可以成为社会价值生态体系中的重要组成部分。通过将社会价值评估和绩效考核引入国企和事业单位，也有助于相关领域的国企和事业单位改进绩效，重建在社会公众中的形象。不仅如此，越来越多的中国国企在走出国门的过程中，遇到外界对国企身份认知上的障碍，积极开展社会价值评估和考核，也有利于外界改变对国企的认知和认可，助力国企走出去。

三、社会价值投资和中国社会的相容性

尽管社会价值投资是一个新兴的舶来的概念，但其背后价值取向和原则在中国社会并不陌生，因而可以和中国社会相容，并在新的历史条件下产生共鸣。

社会价值投资的理念，与中国社会中“义利兼顾，以义为先”的价值取向是契合的。从中国春秋战国时期的管子和孔子，中国明清时期的李挚和颜元，中国历代的思想家围绕“义”和“利”的优先关系进行了两千多年的辩论，形成了“义利兼顾，以义为先”的基本价值取向和原则。从实践来看，在古代中国，中央和地方政府、社区以及宗教都有通过经营性活动支持社会目标的实践。譬如，中国从周王朝时就开办的泉府，通过贱买贵卖来稳定农产品价格，并给需要的小农提供贷款。春秋战国之后许多王朝都建立了常平制度，设置常平仓，以稳定粮价和应对灾荒。基于社区和宗族的义庄是一种民间公益机构，由家族中富裕的乡绅购置田产用于出租，收入用于救济族中病弱和贫困的成员，并资助贫寒子弟的教育，有些义庄持续运行了八、九百年（详见专栏 2）。以血缘、邻里、同行为基础的资金互助，在中国古代也常见，迄今在中国东南沿海地区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还普遍存在。此外，宗教机构（寺庙）也有和政府机构合作经营提供社会救助的记录。这些实践可以说是“前现代”形式的社会价值投资。



专栏 2

范氏义庄

范氏义庄由北宋时期的著名政治家、文学家范仲淹于公元 1049 年所创建，义庄不仅是巩固家族的手段，也为解决更广泛的社会问题提供了一种解决方案，符合儒家“齐家、治国、平天下”的理想，因而得到政府的肯定。

范氏义庄以大量田地为财产基础建立，田地由范氏子孙有能力者捐助，所有权移交给义庄。义庄还有管理条例和专门的管理人，独立运作，具备了财团法人的基本特征。从设立目的看，义庄的受益者是范氏族人，八百年来，只要是居住在本乡的本族人都可以从义庄受益。范氏义庄为族人提供的利益包括：领取基本的口粮、医疗、婚姻费、丧葬费、科举费、公共房屋、资金借贷等。按照这些规定，范氏义庄中人们的生活基本需要都可以从义庄中获得供给。凡是范家的族人不论贫富，只要住在本乡，就有权利向义庄领取上述物质。在这点上，范氏义庄不同于后世的很多其他义庄，其服务对象是全体族人，而不特别聚焦于最贫困弱势群体。但是，义庄所提供的各类福利对贫困弱势人群尤为迫切和重要。

资料来源：百度百科。

社会价值投资的价值取向和运作方式，和今天中国倡导的“创新、协调、绿色、开发、共享”五大发展理念是高度契合的。社会价值投资本身就是创新的产物，其有效运行有赖于政府、社会和市场的协调合作，体现出包容、开发的特点，其目标是促进社会和谐和成功共享。因此，社会价值投资与当下的五大发展理念有着深刻的共鸣。

第四节 中国社会价值投资：供给侧

中国的社会价值投资仍处于起步阶段。如果仅看社会价值投资本身，规模还很小。但是，如果看整个生态系统，参与社会价值投资的主题类型已经相对丰富，而且数量也在增长。不论是供给侧还是需求侧，除了有和国外相似的典型企业和机构，还有一些中国特色的主体和做法，在生态系统中发挥了重要的作用。可以说，中国社会价值投资的发展已经具有良好的基础，潜力巨大，只是因为认识的不充分和支持性的环境还不完善，导致潜力尚未被充分认识和发掘。

本节和下节分别对中国社会价值供给侧和需求侧进行鸟瞰式的回顾，介绍参与主体、投资工具和手段、投资活动以及政策环境，为国内外读者提供关于中国社会价值投资的基本图景。不过，由于社会价值投资及相关的概念在中国仍是新事物，缺乏来自政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

府部门或行业公认的定义和标准，更谈不上开展规范的统计，使得对参与主体和投资活动的介绍都难做到全面。在中国，迄今为止对社会价值投资接受度比较高的还是在公益慈善界，但他们缺乏足够的资源。主流投资界和政府部门掌握大量的资源并已经做了许多出色的工作，但对社会价值投资的了解和讨论都有限，没有从社会价值投资的角度去认识。这种资源禀赋和观念认识上的背离，导致出现“做了的不说，说了的没能力做”的现象，使得全面介绍更加困难。

对供给侧的介绍重点关注三大类参与主体，此外也介绍使用的投资方式和工具。第一类主体是资本来源方，即以自己拥有的资产和收入投入社会价值生产并获得回报的机构和个人；第二类是投资中介方，即将外部筹集的债券或股权资金投资于社会价值生产的机构和个人；第三类是为资本来源方和中介方的社会价值投资活动提供研究、咨询、审计和评估的机构和个人。对供给侧的主体按照投资的角色和功能作如此划分，在理论上可行，但在实践中可能会遇到困难，因为同一类型主体（如银行）在不同的情景下担任多重角色，而现代金融工具的发展以及资产组合的应用，使各类主体的性质更加模糊。因此，报告对供给侧（以需求侧）主体的划分只是为了便于读者理解做出的不尽严格的选择。

一、资本来源方

政府、社会目标导向型的企业、社会责任型的企业、各类基金会和非营利组织、高净值的个人都可以提供社会价值资本。在中国，长期从事慈善公益活动的基金会和企业的社会责任部门有条件较早接触社会价值投资理念的，并有意识地进行投资，走在这个领域的前沿。政府、高净值的个人以及其他主体，有些已经开展了社会价值投资，只是没有做清晰的投资资产分类，他们未来有很大的潜力开展社会价值投资，因此这里也对他们的发展状况进行介绍。

基金会：当前，中国有明确社会价值投资导向的投资主体主要是各类基金会。2004年《基金会管理条例》颁布以来，中国各类基金会数量迅速增长。据基金会中心网的统计，截至 2016 年 6 月 20 日，中国基金会总数达 4 979 家，是 2004 年基金会数量的近 7 倍，其中公募基金会 1 555 家，非公募基金会 3 424 家，资产规模超过 1 000 亿人民币。

近年来，一些基金会如南都基金会、友成基金会等都在不断关注社会价值投资，对优秀的社会企业进行资助和投资。譬如，成立于 2007 年友成基金会，在过去 9 年里投资 2. 49 亿人民币自主研发创新平台项目 16 个，资助各类社会组织和社会企业 161 个。此外，一些新兴的非公募基金会，如乐平基金会，从 2010 年成立起就申明专注于社会企业投资、社会企业家培养和社会投资行业倡导等目标，成功地进行了多项社会价值投资（详见专栏 3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



专栏 3

乐平基金会的社会价值投资

乐平基金会是中国最早创建和投资培育社会企业的公益机构之一，2013 年来，已投资培育了 5 家社会企业，针对缺少平等发展机会的人群，提供金融服务（农村小额贷款）、教育服务（职业教育和学前教育）、职业发展服务（包括农业生产和城市就业），总投资规模超过一亿元，直接服务超过 10 万人，惠及逾 50 万人口，为他们提供在市场中难以获得的服务，并帮助其扩大经营、提高能力、增加收入、改善生活。乐平投资设立的富平家政被《社会企业观察》等多家机构评价为中国最成功的社会企业。

截至 2015 年底，乐平在山西永济和四川大邑投资设立 2 家小额贷款公司，累计为 8 000 多户农民发放小额贷款，贷款总额达到 3.53 亿元。乐平投资的富平家政为 34 000 余名农村妇女提供家政职业培训和就业服务，其中 70% 来自贫困地区，帮助她们摆脱贫困。乐平投资的千千树儿童教育咨询公司为 1 300 所农村幼儿园的孩子提供适合农村教学的课程，为 6 000 名乡村教师提供培训和长期支持，累计惠及农村儿童 15 万名。乐平投资的富平创源农业公司支持 100 多户农村生产者留在土地上创业，为 3 500 户家庭提供安全菜品。

乐平投资的社会企业为农民、农民工等弱势群体提供了他们支付得起的优质服务，而这些服务是难以在商业市场上获得的，乐平通过这种方式，使他们获得平等发展的机会，并提升其自我发展能力。同时，通过业务模式的创新，影响相关领域的政策制定，吸引同行进入，扩大行业规模，带动行业建立标准，从而积极推动相关领域的发展。

投资孵化机构和社会投资平台：近年来，一些社会价值投资孵化机构以及由 NGO 发起的社会投资平台，也成为新兴的社会价值投资资金来源。创思实验室（Transist Impact Labs）2009 年进入中国，搭建社会创新的社区，2012 年正式转型为一家影响力投资公司，致力于通过驱动科技创新来实现并扩大社会影响力，单笔投资不超过 50 万美金，在提供资金的同时，更注重资金以外的干货服务。创思实验室已帮助上百位创业者突破发展瓶颈，并在环境能源、教育、医疗及公共卫生，以及普惠金融等领域有所建树。创思实验室还与壳牌基金会合办中国能源孵化项目（China Energy Incubator），为新能源、可再生能源、节能减排、智能交通、绿色出行等领域的创业者及社会企业家们提供培育平台。2013 年，英国使馆文化处联合国内知名基金会、投资管理公司及研究机构启动该项目的社会投资平台，面向全国社会企业开展创投竞争，为胜出机构提供培训及总额达 900 万元人民币的社会投资。2015 届社会投资平台总共受到了 364 家社会企业的 1 171 份有效申请，经过数月的评审、孵化和最终的选拔，最终，26 家社会企业成功对接了 29 个社会投资机会。

企业社会责任及社会责任型投资：随着中国企业社会责任意识的普遍提升，积极履

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行社会责任的企业也越来越多地涌现。目前，一些国内知名的大企业，如联想集团、海南航空等，将公益创投（Venture Philanthropy）纳入自身的社会责任战略，其履行企业社会责任的方式不再局限于传统的捐赠。联想集团发起的公益创投计划，为初创和中小型的公益组织提供包括综合能力建设在内的创业及发展资助。该计划第一期已经投资300万元，为16家民间公益组织提供资助，2009年出资300万启动了第二期联想公益创投计划。海南航空开展了社会创新创投竞赛，自2012年起，竞赛根据不同的主题进行案例征集，最优秀的5个创投计划将得到海航集团提供的40万元启动资金。不过，这些公益创投项目通常没有经济回报要求，有别于社会价值投资。

政府部门：虽然现在还没有按照社会价值投资来归类资产，中国政府实际上已经作了大规模的社会价值投资。向公益性国有企业以及政策性金融机构投入资本金是政府提供社会价值资本的重要方式。在中国，国家开发银行、中国农业开发银行等金融机构对贫困落后地区的贷款，具有明显的社会价值投资性质，而政府则是这些机构的大股东或唯一股东。政府对不同机构的出资方式和渠道存在差别，譬如，2015年中国央行以外汇储备委托贷款债转股形式向国家开发银行和进出口银行注资，农业发展银行则由财政部追加资本金。

一些政府与社会资本合作（PPP）项目也具有显著的社会价值投资属性。在十八大后，中国政府大力推动PPP发展。据财政部PPP中心数据显示，截至2016年3月末，全国PPP综合信息平台项目库入库项目7 721个，总投资87 802.47亿元。其中，执行库（即处于采购、执行和移交阶段）项目646个，占入库总数的8.4%。这些项目主要集中于涉及交通、通信、能源、水资源等领域，其中在贫困地区开展的项目、环保类的项目从资产类别上应该属于社会价值投资范畴，有望成为重要的社会价值投资类型。

高净值个人：中国经济的持续快速增长，带来了居民财富的快速积累。据瑞信研究院（2015）估计，目前中国中产阶层人数已增长至全球首位，达1.09亿名。自2000年以来，中国中产阶层的财富大幅增长330%，2015年已达7.3万亿美元，占全国财富的32%。中国位居财富顶端人群的数量也居全球前列，据2016年《福布斯》统计，在全球1 810位身价超10亿美元富豪中，美国有540位，中国居次席，拥有251位亿万富豪（中国香港还有69位）。这些高净值人群及其领导的企业在公益捐赠上起到了引领作用。2005年，蒙牛集团创始人牛根生宣布捐出所持蒙牛乳业的全部股份和大部分红利，发起“老牛基金会”，并于2011年辞去蒙牛集团董事会主席职务，全身心投入慈善事业。2011年，全球最大的汽车玻璃供应商——福耀集团董事长曹德旺成立了“河仁基金会”，并将曹氏家族持有的3亿股福耀集团的股份捐赠给该基金会。位列2015《福布斯富豪榜》前10位的王健林、马云、马化腾，在当年《福布斯慈善榜》中分别列第3、13和4位。随着公益慈善以及社会价值投资理念的普及，高净值人群未来有望成为重要的社会价值投资资本的来源。

普通个人：普通个人并不是社会价值投资的无关者。据《2014年度中国慈善捐助报告》，2014年我国个人捐赠约为115.6亿元。和国外相比，我国个人捐赠的比例还比较低，未来有很大的增长空间。随着公益捐赠理念的普及和捐赠平台的完善，以及新的社会价值投资工具的开发，未来个人的捐赠资金将可被用于社会价值投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、资本中介方

从国际上看，典型的社会价值投资资本中介包括社会银行、社区开发金融机构、社会价值投资基金管理人等。在中国，专门从事社会价值投资的银行类机构和投资基金管理人还很少，但是已经出现了少数具有社会价值取向的投资中介。不仅如此，商业性金融机构、主流的私募基金管理人也开始关注具有社会价值的投资项目。

社会价值导向的私募基金：21 世纪以来，关注社会价值的创投企业和私募基金迅速崛起，表现出了强烈和直接的社会价值投资取向。成立于 2001 年的青云创投，尽管将自己的定位表述为企业社会责任投资者，实际上非常接近于公益创投。青云创投管理着 4 只总额达 6 亿美元的境外环境基金和两只总额共计 10 亿元人民币的清洁技术基金，是节能、环保、新能源、生态农业和清洁能源领域的开拓者，目前已经成功投资了近 40 家企业。由青云创投发起成立的中国环境基金（China Environment Fund）成立于 2002 年，是国内第一只致力于清洁技术投资的海外系列风险投资基金。中国环境基金的投资人包括亚洲开发银行、荷兰政府基金、香港 LESS 公司、英国石油、巴斯夫、Robeco、瑞士再保险等国际知名投资机构，目前管理的资金达到 3 亿美元。

岚山社会基金是首个本土社会私募股权基金，发起成立于 2011 年，资金募集总规模为 1.8 亿元人民币，投资规模从 500 万到 2 000 万不等，该基金关注高成长性的社会企业和利用财务杠杆参与民生行业并购整合的机会，目前已经完成两期全部资金的投资。岚山采用了较为宽泛的社会企业定义，为大多数类别的具有直接社会或环境效益的企业服务，已经进入投后阶段的项目主要集中于可持续生计、乡村教育、垃圾处理等领域。

股权投资基金/公司：中国私募股权投资 20 世纪 80 年代中期才开始起步，在 2004 年之前虽然经历了两次发展高潮，但由于体制机制没有理顺，发展并不顺畅。2004 年深圳中小企业板的创立，为私募股权投资在国内资本市场提供了 IPO 的退出方式，迎来了第三次投资浪潮，私募股权投资成功的案例开始出现。截至 2016 年 1 月底，全国已登记私募基金管理人 2 581 家，已备案私募基金 25 461 只，认缴规模 5.34 万亿元，实缴规模 4.29 万亿元，私募基金行业的从业人员 38.89 万人。受创新创业活跃的推动，2015 年中国私募股权基金交易额大幅上升，达到 1 921 亿美元，同比增长 169%；占据全球交易总额的 48%，同期全球交易总额仅增长 18%。

近年来，许多传统的股权投资机构开始投资具有显著社会价值的项目。赛伯乐投资集团，管理资金总规模超千亿元人民币，通过科技、资本和国际化手段，为区域的新兴产业发展服务，助力传统产业互联网+转型升级。赛伯乐投资孵化了微医集团（原挂号网），是互联网医院国家试点平台，以“就医不难、健康有道”为使命，致力于以信息技术推动中国医疗健康产业的变革，通过互联网连接医院、医生和患者，促进三者间信息的高效共享。平台已经聚合了全国 1 900 家重点医院，6 700 位学科带头人，20 万副主任以上的医师，提供预约挂号、在线诊疗、电子处方、在线配药全方位服务。截至 2015 年，拥有超过 1.1 亿的实名注册用户和 20 万名重点医院的专家，累计服务患者人次超过 5 亿，为国人节省 4 000 万个工作日，已快速成长为专业的就医服务平台和移动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

互联网就医服务入口。2015 年微医集团宣布融资 3.94 亿美元，此轮融资由高瓴资本、高盛集团领投，复星、腾讯、国开金融等共同投资。

人保资本投资管理有限公司与中和农信公司 2016 年月签署 5 亿元“支农支小债券投资计划”（以下简称“投资计划”）。该计划将通过中和农信分布在全国 18 个省 170 多个项目县的分支机构，将资金投放到有需求的农户手中，预计将帮助 7 万贫困农户脱贫致富。在此之前，红杉资本等主流股权投资基金也对中和农信进行了投资。

由新东方联合创始人徐小平、王强和红杉资本中在 2011 年联合创立的真格基金，旨在鼓励青年人创新创业，致力于物联网、移动互联、游戏、企业软件、O2O、电子商务及教育培训等领域的钟子期投资。近年来，真格基金业对大病医疗保障开展了投资。

众筹、众包、众保平台：当前，中国依托互联网开展了大量的商业模式创新，产生了众多新兴的众筹、众包、众扶和互助保障平台，为社会价值投资提供了新的资本通道，其中互助保障的强劲崛起尤其令人关注。

水滴互助是一个针对重大疾病推出的互助保障平台，当前推出的第一款保障产品为抗癌互助计划。用户花 9 元成为会员，180 天观察期之后，能够享受相应的赔付权利。当加入平台的用户患上癌症时，最高能获得水滴互助的 30 万元赔付，范围涵盖了 50 种。而赔付的资金由平台的用户平台平摊，原则上每次平摊费用不超过 1 元。这种方式旨在解决当下以癌症为主的大病发生率持续上涨，而普通老百姓没钱医治、医保没有覆盖的现实问题。2016 年 5 月，互助保障平台水滴互助宣布获得 5 000 万元天使轮融资，投资方包括腾讯、新美大、IDG、高榕资本、点亮基金、真格基金和 30 多位知名互联网的创始人。

2016 年 7 月正式上线的众托帮，注册资本超过 1 亿元，也是一个互助保障平台，目前众托帮平台已经公测了“众托 1 号抗癌互助医疗”“众托 2 号意外互助保障”“创保 1 号创业失业互助”“学创 1 号学术综合互助”4 款主打产品，该平台计划于 2017 年春季增资到十亿元。

P2P 平台：P2P 作为互联网金融的重要形态，近年来在中国经历了野蛮生长，数量和规模急剧扩张。到 2015 年，P2P 个人信贷和企业信贷规模接近 1 000 亿美元。但是，由于行业发展缺乏规范，最近两年来出现大量的 P2P 倒闭事件，目前市场正经历深度调整。P2P 作为新的金融解决方案，也可以起到社会价值投资渠道的作用。宜农贷是由 P2P 公司宜信财富推出的爱心理财创新平台，将城市人口的富余资金与农村贫困人口的借款需求对接，致力于解决农村资金短缺、借贷难的问题。理财用户在平台上自行选择经合作机构审核的借款对象，以农村妇女为主，出借一定数额的资金，到期后除收回成本外，还可获得 2% 的年均爱心收益。自 2009 年平台启动至 2016 年 8 月，出借金额超过 1 亿 9 952 万元，帮助 23 个贫困地区的 19 600 余户贫困家庭改善了生产生活条件；同时有超过 16 万名爱心出借人加入了宜农贷公益助农队伍；并始终保持着零坏账的记录。

政策性银行：国家开发银行长期支持农村地区的扶贫开发业务，截至 2015 年 4 月底，国开行累计发放扶贫贷款 1.27 万亿元，贷款余额 7 512 亿元。中国农业发展银行对 537 个国家级贫困县给予了信贷支持，2014 年末贷款余额 2 203.98 亿元，未来 5 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计划实现扶贫贷款新增余额超过 2 万亿元，投放贷款 3 万亿元。此外，农发行还支持农村基础设施的改造，累积发放基础设施贷款 4 568 亿元；由农发行支持的农村棚户区改造、危房改造和游牧居民定居工程，累积发放农民集中住房贷款 2 472 亿元，其中农村危房改造项目惠及 106 万户。中国进出口银行主要任务是促进中国的进出口业务，截至 2016 年 7 月，该行累计在全国 28 个省份、14 个集中连片特困地区开展了 200 多个金融扶贫项目，批贷资金 150 亿元，带动了数十万家农户脱贫。

商业银行：行业扶贫和对口扶贫是中国扶贫的重要特色。大型的国有商业银行、地方银行通常都承担一定的扶贫任务，为贫困地区的产业发展、中小企业、农户提供贷款。其中，中国农业银行、中国邮政储蓄银行、地方的农村信用社因为所在行业和地域的原因，在提供扶贫贷款方面起到了十分关键的作用。

2014 年，中国农业银行在贫困地区累积投放贷款 6 361 亿元，贷款余额 8 726 亿元；其中，在 14 个集中连片特困地区累积投放贷款 2 526 亿元，年末贷款余额 4 402 亿元。当年发放扶贫贴息贷款 357. 3 亿元，支持了 433 个扶贫企业和项目，带动 95 万户农户实现户均增收 4 573 元。中国邮政储蓄银行的 4 万多个网点中，超过 70% 分布在县域及村域，该行为贫困弱势群体提供再就业小额贷款、“青年创业” 贷款、“妇女创业” 贷款等小额贷款产品，累计发放贷款 974 亿元，预计 2020 年底在贫困地区乐基的信贷投放将不低于 5 000 亿元。此外，地方性的农村信用合作社立足农村，为农业、农民和农村经济发展提供金融服务，同时依法组织和调节农村基金，支持农业生产和农村综合发展以及各种形式的合作经济和社员家庭经济。

三、平台和中介服务机构

促进网络和平台：当前，在中国已经出现了一些致力于促进社会价值投资的组织和平台。成立于 2012 年的深圳创新企业社会责任促进中心（CSRDC），与政府部门、企业、公益组织、基金会、国内外知名大学开展深度专项合作，开展社会价值投资绩效评估。

2012 年 11 月，由友成基金会、恩派公益组织发展中心发起举办了 “社创之星” 年度评选。每年由在社会创新创业领域具有卓越影响力和公信力的专家，推荐全国范围内具有活力和潜力的社会创业代表人物，通过评委会评审、网络投票等方式最终产生年度社创之星 SEStar。截至 2016 年，已诞生社创之星 150 余位，涵盖残障、医疗、教育、环保、养老、扶贫等领域。

2014 年，南都公益基金会、浙江敦和慈善基金会、马云公益基金会、社会企业研究中心、中国扶贫基金会、中华社会救助基金会等 17 家机构联合发起 “中国社会企业与社会投资论坛（联盟）”，以整合资源共同推动社会企业和社会投资的发展。该论坛（联盟）每年召开一次大型年会，组织针对中国社会企业与社会投资发展的调查研究，开展社会企业以及社会投资相关理念的传播和倡导，同时也为成员提供各类服务，帮助社会企业对接资源和项目。

2014 年，友成基金会等四十多家商业、公益机构发起筹备 “社会价值投资联盟”（以下简称 “社投盟”），以 “投资” 为切入点，将社会创新相关的投资人/机构、项目、咨询服务中介机构、跨界专家等包罗其中，以构建有利于社会问题解决、有利于社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会更公平、更有效率、更可持续发展的创新生态。联盟下设智库平台“社创客”是一个社会、商业、科技的跨国创新与创业社区，其与民政部《中国社会组织》联合出版的双月刊《社会创新评论》，读者覆盖中国七万政策制定者、社会企业、社会组织和投资机构，是斯坦福大学慈善与公民社会研究中心（Stanford PACS）及其下属《斯坦福社会创新评论》（Stanford Social Innovation Review，SSIR）的唯一中方版权合作伙伴。

除了依托相关网络和平台举行的各类论坛之外，包括“全球社会企业峰会”（Global Social Business Summit）在内的国际性社会企业与社会价值投资论坛与国内的联系也日趋紧密，中国社会企业和社会价值投资界更频繁地走出国门，与国内外同行开展交流与合作。

咨询机构：近年来，中国也出现了一些专门从事社会投资和企业社会责任咨询和评估的机构。2009年成立于上海的深德公益，通过评估、咨询、筛选、投资等手段，服务于社会性企业、NGO及各类社会投资者，先后为羌绣、壹基金、老牛基金以及国内外企业的社会企业项目、NGO发展提供社会投资和企业社会责任咨询服务，参与了社会投资平台的筹建，并与国内知名大学合作成立社会创新孵化器。此外，商道纵横、瑞森德企业社会责任机构、明善道管理顾问有限公司等长期提供企业社会责任咨询的机构，今年来也不断将其咨询业务向社会价值投资方向拓展。从近期的发展趋势看，许多社会价值投资促进组织和咨询机构也开始承担了社会价值投资人的角色。

教学、培训与研究：严格意义上的社会企业和社会价值投资在中国实属舶来品，与此相关的思想、理论传播在一定程度上走在时间前面，并与实践交互发展。2007年，北京大学经济学院首次在国内大学中开设社会企业课程。成立于2008年的社会企业研究中心是国内首个专注于社会企业和社会投资研究的机构，并在社区建设、农业开发方面开展了积极的实践，该机构与香港心苗基金会合作完成了中国第一社会价值投资案例。2012年上海财经大学首次开设了“社会创业”MBA课程。

近年来，北京大学公民社会研究中心、北京师范大学社会创新研究院、中国发展研究基金会、湖南大学中国公益研究中心也积极开展了关于社会企业、社会价值投资的相关研究工作和实践。2015年，北京大学公民社会研究中心与中国发展研究基金会、友成基金会合作，将八国集团的社会价值投资报告首次译介到中国。友成基金会与北京大学经济学院合作开设社会创业网络学分课，以扩大学生的社会视野及创业视野，项目同时还设有小额种子基金，支持学生的社会创业梦想。

四、投资工具与方式

目前，股权、债券、信托形式的社会价值投资在国内都已经出现。如前所述，公益信托、公益创投等方式的投资规模还比较小；尽管没有被视为社会价值投资，政策性金融机构和商业性金融机构承担的扶贫开发贷款、基础设施贷款等规模较大。

在债券融资方面，近年来一个值得注意的进展是绿色债券的快速发展。2015年12月22日，中国人民银行发布公告，将在银行间债券市场推出绿色债券，这标志着我国绿色债券市场的正式启动，也意味着社会价值投资工具在中国迈出了标准化、规范化和主流化的重要一步。2016年2月，国家发展和改革委员会发不了《绿色债券发行指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

引》，随后上海证券交易所发布规则，为绿色债券提供了“绿色通道”。4 月 15 日北京汽车股份有限公司发行的全国首单绿色债券获得批准。6 月，作为 G20 峰会的主席国，中国倡议 G20 成立绿色金融研究小组，就各国绿色金融发展的最佳实践、主要障碍、促进全球经济绿色转型政策举措等问题进行研究。

第五节 中国社会价值投资：需求侧

社会价值投资需求侧的主题可以分为两大类：一是社会价值生产者，包括各类社会组织、社会企业、社会目标导向的企业、受政府或社会组织委托提供产品和服务的企业等；二是社会价值的购买者，包括直接受益人和第三方购买者。

一、社会价值生产者

依靠外部资金资助的各类社会组织：各类依靠外部资金资助的社会组织，通过提供各种产品和服务创造社会价值，是社会价值投资的重要对象。截至 2015 年底，中国共有社会组织 66.2 万个，比上年增长 9.2%；吸纳社会各类人员就业 734.8 万人，比上年增长 7.7.%；全年累计收入 2 929.0 亿元，支出 2 383.8 亿元，形成固定资产 2 311.1 亿元。接受各类社会捐赠 610.3 亿元。其中，社会团体 32.9 万个，比上年增长 6.1%；各类基金会 4 784 个，比上年增加 667 个，增长 16.2%，共接收社会各界捐赠 439.3 亿元；民办非企业单位 32.9 万个，比上年增长 12.7%。尽管这些组织的服务提供不是或者只有小部分采用商业化经营，但是只要给予配套性的政策（如政府服务采购），就有可能实现社会价值和经济回报兼顾，从而成为社会价值投资的对象（详见专栏 4）。此外，即使各类社会组织不开展经营性的社会服务，这些机构也可以和社会企业合作发起项目或提供技术、信息和渠道上的支持，推动社会价值投资发展，因此成为社会价值投资生态系统的重要组成部分。



专栏 4

中国发展研究基金会的“山村幼儿园”计划

针对西部贫困地区人居分散、交通不便、农民收入低、正规幼儿园运营成本高的现实，中国发展研究基金会于 2009 年开始试验通过“走教”的方式为贫困偏远农村提供学前教育服务。

该模式依托村级早教点，由志愿者“走教”，为无法接受正规幼儿园教育的 3~5 岁幼儿提供“低成本、保质量、可复制”的学前教育模式。试验启动时，邀请北京大学专家团队作了基线测试，两年试验后，课题邀请华东师范大学学前教育专家团队进行中期评估，从语言、动作、认知、记忆和社会规则 5 个方面将实验组和对照组儿童进行比较。测试结果表明，对照组相比，试验儿童在参加学前教育后，各方面的综合能力有显著提升。乐都县参加早教点活动的 3~6 岁幼儿的综合能力得分与青海省城镇同龄在园

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

幼儿相差17%，前者得分率为69%，后者为81%。而作为对照的尖扎、平安农村3~6岁幼儿综合得分分别为50%、49%。从横向比较看，实验组儿童综合发展显著胜过对照组。与基线测试时相比，儿童在语言、认知、精细动作和社会交往等方面也有显著改善。通过"走教"的方式，为山村散居儿童提供学前教育服务，使教育服务能传递到贫困居民的家门口，同时也大幅地减少了家庭为接受服务所承担的成本。

目前，山村幼儿园这一模式已经在10个省开始试点，该计划下共有800所幼儿园，参与试点的在园学生数超过3.2万人。与此同时，新疆、贵州等西部地方政府也开始采用这一模式。在贵州铜仁市，通过推广山村幼儿园模式，偏远地区农村的学前3年毛入园率从2011年的45%迅速提高到2015年底的84.3%。

山村幼儿园项目是非营利性和非经营性的，项目资金来自企业和社会各界的公益捐赠，项目不对入园的儿童收费。但是该项目很容易向社会企业转化，可以通过家长付费、政府或社会资助或第三方购买的方式，从而获得经济收益和实现可持续经营，并向投资者提供一定水平的投资回报。

资料来源：中国发展研究基金会（2012）。

社会企业：社会企业是以商业手段实现社会目标的企业。社会企业通过提供产品和服务创造社会价值，在此过程中获得足以支付投资的回报，是社会价值链条中的重要一环。在中国，尚无官方和法律上的社会企业定义，行业和学术界对社会企业的概念也存在不同的理解。从世界其他国家以及我国自身的实践来看，中国目前可以归入社会企业的机构主要有几类：（1）经营性的民办非企业单位（民非）；（2）获得民政部门认定的社会福利企业；（3）为贫困弱势农户提供服务的经营性农民专业合作社；（4）其他社会企业，包括在工商部门登记注册的社会目标导向型企业，可以是非营利性，也可以是营利性。

- 经营性的民办非企业单位：根据民政部门的统计，2015年全国共有民办非企业单位（民非）32.9万个，比上年增长12.7%。其中：科技服务类1.6万个，生态环境类433个，教育类18.3万个，卫生类2.4万个，社会服务类4.9万个，文化类1.7万个，体育类1.4万个，商务服务类3 355个。民非组织中，有一些组织持续地开展经营性的服务和产品提供，具有典型的社会企业特征，目前已经涌现出一些具有代表性和影响力的案例，如天津鹤童、北京富平学校、北京帮为等（详见专栏5）。



专栏5

经营性的民办非企业组织：天津鹤童与北京富平

天津鹤童成立于1995，恪守着民间性、自治性、公益性和非营利性的原则，逐渐发展成鹤童老年福利协会、鹤童民办非企业系列单位、鹤童老年公益基金会三位一体的为老社会服务的鹤童品牌。鹤童旗下的民办非企业系列单位包括：长期照护（LTC）老人院7座（其中1座为接受政府委托管理，1座位中国红十字基金会项目），老年病医院1座，老人护理职业培训学校7座（其中5座为全国连锁加盟校），国家职业技能鉴定所1个；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尚未登记的试运行机构主要有：免陪护派遣中心、餐饮配送中心、老年用品研究所；此外，还有已进行企业登记的公益性物业服务公司1个。经过20多年的努力，鹤童已建立起一个年收入突破5 000万元、较有规模的养老社会服务的产业集团联合体。

北京富平家政学校成立于2002年，是一家关注低收入群体（贫困人口），促进贫困人口的福利改善与平等发展机会增加，促进社会公平发展的非营利组织。富平家政一直致力于帮助中西部贫困家庭的女性在城市实现体面就业和发展。富平的家政服务员来自甘肃、河北、河南等省份，由外省劳务输出部门按《富平招生标准》统一招收，在当地体验并进行身份核实。家政服务员在上岗前，均在通州区的培训基地接受为期两周的封闭式岗前培训，学习烹饪、保洁、育婴、护老等课程，并通过考核。此外，富平还组织家政互助小组，组织岗上学员学习电脑、英语等课程，并组织市内游园活动。以便她们不断充实自我，在提高服务质量的同时，实现自身发展，更好地融入城市生活。截至2014年12月，培训就业了30 000余名家政服务员，其中90%来自偏远地区，累计为14 000余户北京市居民提供了放心、专业、有保障的家政服务，富平在家政职业化方面的尝试也逐渐得到了社会的认可。

- 福利企业：社会福利企业是具有中国特色的社会企业类型，为残疾人提供就业和经济参与机会上发挥了很大的作用（详见专栏6）。截至2014年底，全国共有为残疾人提供服务的机构（福利企业）16 389个，吸纳残疾职工47.9万人就业。2014年，福利企业实现利润95.2亿元，年末固定资产达到1 789.3亿元（见图11.5）。

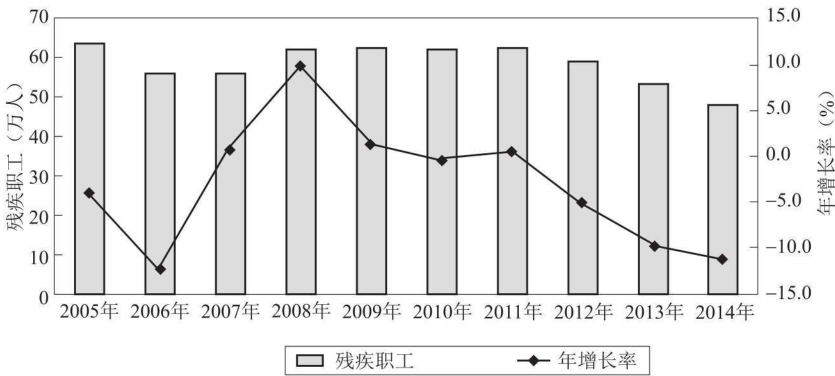


图11.5 福利企业中就业的残疾职工人数（2005—2014年）

资料来源：民政部《2014年社会服务统计公报》。



专栏6

创新型的社会福利企业

深圳残友集团是民政部门认证的社会福利企业，也通过了2015年中国慈善会社会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业认证。截至 2014 年 2 月，已在深圳、北京、上海、广州、珠海、海南和港澳台地区开办了 36 家分公司，为 3 700 多名残疾人解决了就业问题，仅深圳就有下属公司 11 家。深圳残友集团通过商业化运作模式为社会提供公益服务，如中华残疾人服务网、深圳市信息无障碍研究会、深圳市残友社工服务社、中华残疾人服务网义工队等公益机构，其中深圳市残友无障碍出行服务中心自 2011 开展“关爱大篷车”以来，为 12 000 多位残障人士提供了出行服务，帮助他们提供了就医、访友等出行过程中的一系列专业化标准服务；残友“爱心书柜”自 2010 年开展以来，为无数残障人士提供了就业和收入来源，设立的柜台也越来越多，还扩展为其他知名 NGO 组织合作的公益平台；卫宁读写障碍中心自 2011 年开展为 7～12 岁的儿童提供支援服务，服务人群超过 10 500 人次。

海南残服定位为专门解决残疾人就业的服装公司，员工主要以农村残障人士和残障人士家属构成，加工各类服装服饰及纺织品。公司根据残障人士的需求和特点专门安装了无障碍设备，完善员工的工作环境，提供生产效率；同时，公司还与海南残疾人基金会签署合作协议，从每年的利润中拿出一定比例捐赠给基金会，用于专项开展残疾人相关培训服务及工厂设备的无障碍化改善。此外，基金会和海南残联还为公司提供部分订单来源，为其可持续运营提供支持。2016 年 4 月公司开始投入运营，不足一月，已经接了 20 多万的订单。20 多位农村残疾职工预计最高可挣到 5 000 元左右的工资，最低也有 1 500 元。让残疾人通过自己的努力走出生活的困境，实现自己的人生梦想。

- 农民专业合作社：在欧洲，合作社是社会企业的重要组成部分。中国的农民专业合作社是一种经济互助性组织，为市场中处于薄弱境地的小农户提供生产资料，或者向他们提供农产品的销售、加工、运输、贮藏服务，以及相关的技术和信息服务。在贫困地区，专业合作社对于贫困农民的家庭生产和生活具有重要的作用（详见专栏 7）。自 2006 年《中华人民共和国农民专业合作社法》颁布以来，农民专业合作社取得了迅猛的发展，截至 2015 年 3 月底，全国依法登记的农民合作社超过 134. 8 万家，入社农户达到 9 559 万户，出资金额达到 3 万亿元人民币左右。统计显示，2014 年我国合作社统一销售农产品总值达 7 529 亿元，统一购买生产投入品总值为 2 582 亿元，合作社可分配盈余 907 亿元，其中通过股金分配 213. 7 亿元，通过交易量返还 515. 7 亿元（高强、孔祥智，2015）。不是所有的专业合作社都是社会企业，但是只要合作社能继续创造社会价值，就可以成为潜在的社会价值投资对象。



专栏 7

山西的综合农协和种植专业合作社

山西永济蒲韩社区缘起于 1998 年在蒲州镇寨子村建立的“科技服务中心”，2000 年又建立了“妇女文化活动中心”，在当地党政主要负责人的大力支持下，2004 年经民政部门登记注册为社团，正式设立了“永济市蒲州镇农民协会”。2007 年更名为“果品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

协会”。由于业务范围超越蒲州，跨蒲州和韩阳两个乡镇，所以，自取了“蒲韩乡社区”的名字。2005年农协开始谋划发展经济业务，决定借鉴南街村的集体经济发展模式和成都生态农业的发展经验在农协所辖的寨子村启动“千亩生态园”项目，以整合全村土地资源，合理规划园区格局，打造生态旅游村。现在，蒲韩乡村社区已经成为拥有大宗农产品运销、有机农业种植和技术推广、农资购买和消费品购销、手工艺品生产与销售、信用合作，以及老年服务、健康服务、垃圾处理、社区教育、农耕文化等多种功能齐备的综合性的“三农”协会，为破解我国“三农”难题提供了解决之道。

山西武乡县三里湾种植专业合作社，组建于2006年，经过不懈努力，成员由50名增加到168名，参与农户由260户扩展到2 830户，覆盖周边将近30个村。截至目前，合作社实有资产总额1 100万元，其中固定资产650万元，流动资产450万元。种植基地达到6 000余亩，标准化粮仓30间近3 000平方米，各种设备62台（套），加工设备流水线6条。合作社产品主要有：有机黑花生、原生态石墨面粉、原生态有机小米、绿色精品小杂粮等。目前，合作社通过延长产业链，已形成种植、养殖、加工、销售一体化绿色循环经济发展模式。2008年被山西省省委、省政府评为“十佳农民专业合作社”，同年获得山西省“十个特色农产品”称号。合作社管理实行统一技术、统一管理、统一回收、统一加工、统一包装、统一商标、统一销售、统一分配（盈余返还）“八统一”的管理办法。合作社64%的成员是以现金入股，既是股东又是种植农户。另有30%的成员以现金入股，作为单纯股东只参与年终分红。6%的成员以土地承包权入股，按市场价格折合成股本参与年终分红。

资料来源：杨团（2013）：“山西永济蒲韩乡村社区的综合农协实践”，《南方周末》http://www.infzm.com/content/89186；高强、孔祥智（2015）：“农民专业合作社与村庄社区间依附逻辑与互动关系研究”，《农业经济与管理》2015年第5期。http://www.ccfc.zju.edu.cn/a/xuezhelundian/kongxiangzhi/2016/0718/21825.html。

- 其他社会企业：除了前述的机构类型外，近年来中国还涌现出许多以公司身份注册的社会企业，涵盖小额贷款、文化和教育、医疗卫生、弱势人群就业等诸多领域。近年来，已经有不少企业明确将自己定位为社会企业，并按照一定的行业规范来运营，如中和农信（详见专栏8）、第一反应、携职、老爸评测、天一琴茶、第一反应、盛世锦绣等。此外，慈善公益界也推出了民间版的社会企业认证，2015年中国慈善展览会上，包括深圳残友在内的7家社会企业成功通过认证。但是总体上看，自我定位的社会企业和通过认证的社会企业在数量上还很少。


专栏8

中和农信：中国最大的小额信贷社会企业

中和农信是一家专注于农村小额信贷的社会企业，其前身是建立于1996年的中国扶贫基金会小额信贷项目部，于2008年转制成公司化运作，专门负责小额信贷扶贫试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

点项目的实施与管理，为那些从正规金融服务或商业金融机构无法获得贷款支持的贫困人口提供无需抵押的小额信贷，并致力于帮助贫困弱势群体他们提升自立能力，稳定从而摆脱贫困。截至 2015 年 5 月 31 日，中和农信小额信贷在全国 17 个省的 147 个县和地区开展小额信贷扶贫项目，累计放款突破 100 万笔，放款金额突破 100 亿元。2015 年 9 月 12 日，中和农信旗下的互联网金融平台——乡信正式上线，旨在借助互联网技术为农村的微型创业者和投资者们提供借贷居间服务。

兼顾社会目标、履行社会责任的企业：随着企业社会责任意识的普及，越来越多的中国企业积极承担社会再责任，加强员工权益保护、推进节能减排，参与公益捐赠和对口扶贫活动，并积极发表企业社会责任报告，按照国际社会责任规范开展生产经营活动。中国的公益捐赠中，企业长期占据了主体地位，约占社会捐赠总量的 70%。近年来，越来越多的企业开始以更主动和创新的方式履行社会责任，积极创造社会价值，成为社会价值生态系统中不可忽视的力量（详见专栏 9）。



专栏 9

蚂蚁金服的普惠金融实践

蚂蚁金服从电子商务担保交易起步，通过支付服向信贷、理财、保险和征信服务延伸，不断丰富金融服务内涵。依托互联网、云计算和大数据技术，已累计为数百万小微企业、上千万个体创业者及数亿个人提供了全面的普惠金融服务，通过多年实践探索出了一种全新的数字普惠金融模式。蚂蚁金服自 2010 年开展小贷业务，使用大数据风控技术，将单笔信贷成本降低到不足 3 元，实现了随贷随还的全自动流程，已累计为 400 多万家小微企业提供了超过 7 000 亿元贷款，是格莱珉银行 39 年累计放款的 4 倍多。蚂蚁小贷的户均贷款约 3.8 万元，是真正的小微贷款。财务不良率控制在 2%～4%，既降低了贷款成本又有效控制了风险。2016 年，蚂蚁金服与从事小额信贷的社会企业中和农信合作，两家机构将携手把普惠金融服务扩展至中国农村尤其是贫困地区，3 年内将“互联网—精准扶贫”的模式推广到全国 300 多个国家级和升级贫困县。

社区服务组织：社区服务组织社区公共服务机构以社区、家庭和居民为服务对象，以贫困居民、老年人、残疾人、事业人员和农村富余劳动力为服务重点，提供的服务包括就业与社会保障、社会救助、计生服务、住房保障、治安服务等。截至 2015 年底，中国共有各类社区服务机构和设施 36.1 万个，覆盖率 52.9%，其中，社区服务指导中心 863 个，社区服务中心 2.4 万个，比上年增长 4.3%，社区服务站 12.8 万个，比上年增长 6.7%，社区养老服务机构和设施 2.6 万个，比上年增长 36.8%，互助型的养老设施 6.2 万个，比上年增长 55%，其他社区服务设施 12.0 万个，比上年增长 12.1%。城镇便民、利民服务网点 24.9 万个。社区志愿服务组织 9.6 万个。其中，部分社区服务可以是经营性的，可以单独或者与其他社会价值机构合作，因此可以成为社会价值投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的对象。

除了上述已有或潜在的社会价值生产者（社会价值投资需求者）之外，传统的商业企业也可以在履行社会责任的过程中参与社会价值创造。

二、社会价值购买者

社会价值的购买者包括相关产品和服务的直接受益人，也包括为这些产品和服务买单的第三方支付者，如政府和各类公益组织。正是有这些价值购买者的参与，社会价值投资的经济循环过程才不至于断裂。

消费者在社会价值投资的实现中起关键作用。不论社会价值产品和服务的提供对象是特定的贫困弱势人群，还是更一般的社会公众，只有完成产品和服务的购买才能产生最终的经济回报，只有完成消费才能真正实现社会价值。商务部数据显示，2015 年我国实现社会消费品零售总额达到 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，未来推广社会责任消费的潜力巨大。

社会责任消费的理念和模式在中国尚未普及，但发展趋势令人鼓舞。以新能源汽车消费为例，在国家政策引导和各方努力下，中国新能源汽车在研发推广、技术水平等方面取得明显成效，产销快速增长，产销量从 2009 年以前的不足 500 辆到 2015 年达到了 35 万辆。据中国汽车工业协会统计，2016 年 1—5 月，新能源汽车销售仍保持了较快增长，销售 12.6 万辆，比上年同期增长 134.1%。尼尔森公司调查显示，如今市场上有高达 14% 的有购车意向消费者会考虑纯电动汽车，插电式混合动力汽车则高达 22%。从购买新能源车的动机来看，尼尔森发现有 42% 的意向消费者出于废气排放少等环保因素，有超过 4 成的意向消费者出于使用成本低的考虑，仅有 3 成新能源车潜在车主出于补贴因素购车。由此可见，消费者购买电动汽车更多是受节能环保意识的驱动，消费行为的完成也促进了环境保护，给整个社会带来正面的外部效应。

对于社会价值投资者和生产者来说，政府以需求方的身份对相关服务进行购买，通常是最为关键的支持。政府部门向第三方开展社会服务采购在一些地方已经开始探索试水。广东省在国内地方政府中较早开展购买社会服务的探索，截至 2014 年 6 月，广东省近 5 年来在政府购买专业社会工作服务方面投入资金近 20 亿元。2010 年以来，北京市级社会建设专项资金已经连续五年累计购买 2 252 个社会组织服务项目，总计投入 3.5 亿元。2012 年，上海市民政局和上海公益发展事业基金会共同发起公益创投，筹资 500 万用于资助和扶持以“扶老、助残、救孤、济困”为宗旨的公益服务项目和公益服务项目。目前，在山东、江苏、浙江、四川等多个地区也已经开展了相关的探索。

第六节　中国社会价值投资的标准和评估体系

社会价值投资市场的有效运行，需要对社会价值投资主体的身份认证、投资行为准则，以及投资结果进行评估。此外，由于许多带有社会价值的产品和服务在过去没有参与市场化交易，初始市场的建立需要引入初始的价格基准，提供基础的市场信号。这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

认证、规范、评估体系、基准价格是社会价值投资市场最重要的基础设施，为政府、企业和投资者的决策提供依据。

在中国，政府和企业关注社会影响的意识在不断提升，对影响评估的需求也快速增长。在环境影响评估方面已经有了大量的实践，也出台了相应的政策规范。社会影响评估和贫困影响评估也得到了越来越多的重视。社会影响评价在我国也有了初步的探索和实践。譬如，中国国际工程咨询公司 2004 年发布了《中国投资项目社会评价指南》，国家发展和改革委员会在 2007 年发布的《关于项目申请报告通用文本的通知》中，在项目申请报告中示范性地列出了社会影响分析。在《中国农村扶贫开发纲要（2011—2020）》中，也明确提出探索贫困影响评估。但在我国工程项目审批程序中，社会影响评价还不是必须环节。这些工作对未来社会价值评估的工具开发、规范制定和案例总结具有借鉴意义。但是，中国在市场主体的认证、行为规范和评估体系方面的工作刚刚起步，在基准价格制定方面尚未开始。

一、社会企业认证

作为社会价值投资的主题之一，社会企业在学术和实务界尚无统一的定义，各国对社会企业的认证在标准上也各有侧重。目前，国内已有学界、公益界和少数地方政府在从事相关工作。

2015 年 9 月，第四届中国公益慈善项目交流展示会上，由深圳市中国慈展会发展中心牵头，联合北京大学公民社会研究中心、深圳国际公益学院、南都公益基金会和社会企业研究中心开展国内首次民间社会企业认证，制定了《中国慈展会社会企业认证办法（试行）》。该办法将组织目标、收入来源、利润分配、人员结构和注册信息五个核心维度作为社会企业核心认证要素，给通过社会企业认证的机构提供资金、人才、孵化方面的支持（详见专栏 10）。此外，广东省顺德市也推出了地方版的社会企业认证标准，作为政府扶持的依据。



专栏 10

《中国慈展会社会企业认证办法（试行）》

由北京大学公民社会研究中心、北师大中国公益研究院、南都公益基金会、深圳市中国慈展会发展中心和社会企业研究中心 5 家机构联合推出的《中国慈展会社会企业认证办法（试行）》，是具有行业自律和自我规范性质的社会企业认证标准。认证标准如下：

1. 组织目标
2. 收入来源
3. 利润分配
4. 人员结构
5. 注册信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015 年专家评委从全国各地 39 家社会企业认证申报中，通过严谨的评审程序，最后评选出基本符合条件的 7 家社会企业，分别是：大连爱卡科技发展有限公司、江门市蓬江区伍威权庇护工场、兰州市崇德孤残困境儿童服务中心、上海黑暗中对话服务中心、上海救要救信息科技有限公司、深圳市残友集团控股股份有限公司、深圳市信息无障碍研究会。这些机构在第四届中国慈展会上得到了授牌和公示。

二、社会价值投资标准和评估体系

社会价值投资标准不等同于社会影响力评估标准。目前，在全球范围内流行的社会影响力评估基本上是对被投企业社会价值的产出结构进行量化评估，尚未出现针对社会价值投资对象的筛选标准，更不用说形成完整而实用的体系。由于在实践中，什么是社会创新、什么是社会企业没有统一、权威的评判标准，因此产生了概念上的诸多混乱，限制了对投资对象的优化选择，特别容易将一些优秀的、进行社会创新的商业企业排除在外。这就使得社会创新的思想理念和创业实践都受到局限，成为制约社会价值投资的瓶颈。针对这一社会价值投资中的现实困境，友成基金会提出了社会价值投资的三 A 三力标准（详见专栏 11），从社会目标驱动力（Aim）、解决方案创新力（Approach）和执行效果转化力（Action）三个维度评估投资可行性。在此基础上，2014 年友成基金会研发了一套将定性评判转化为定量标准的体系。目前，基于三 A 理论的标准的、可迭代的、自动的 3A 标准在线平台已经开始投入试运行，在 2016 年社创之星评选、社会价值投资联盟的各场路演中均得到应用并受到良好效果。


专栏 11

友成基金会的“三 A 三力”投资标准和投资体系

友成基金会认为，具有社会价值创造性的企业，都是兼顾社会目标驱动力、解决方案创新力和执行效果转化力。由此，友成提出了社会价值投资的三 A 三力标准。在此基础上，友成基金会 2014 年研发了一套将定性评判转化为定量标准的体系。该标准强调从 Aim（社会目标驱动力）、Approach（解决方案创新力）、Action（执行效果转化力）三个维度及其一致性，全方位考察企业，以期识别出真正解决社会问题，具有创新解决方案和可持续商业模式的社会创新型企业。其中在对投资的社会成效方面采用了国际上通用的影响力评估标准，由此三 A 三力社会价值投资标准和评价体系成为将社会价值投资标准、社会创新企业战略管理工具以及社会价值投资成果测评集于一身的系列评价体系。

Aim 维度上通过考察期社会议题的公共性，项目的战略定位，解决社会问题的能力和资源禀赋是否与之匹配，来判断创始人和团队的情感、能力、团队的一致性。

Approach 维度所设置的指标非常有特色，借助商业的术语，把社会目标贯穿其中，加入社会创新的元素，检验其解决方案与社会目标是不是一致，利润是否来自于创新，社会利益相关方如何参与其中等。创新性包括技术创新，产品和服务的创新，这些创新是否在放大企业的社会价值，是否在放大目标人群的受益程度，而社会创新是否也带来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了商业价值的放大，从而判断创新解决方案与社会目标是否方向一致、效能一致、利益一致。

Action 行动转化力维度，着重看产品和结果，检验此前的投入是否转化为真正的社会影响，把社会问题转化成商业计划——能卖得出去的、市场接受的产品，能收回来的、赢利的利润，并转化成长期的社会效益，也就是目标人群收益和发生了改变。过程把控一致性、短期与持续效果一致性。

基于“三 A 三力”标准，友成基金会和社会价值投资联盟已经建立了一个支撑 3A 评估的在线技术平台，建立了三 A 指标库、模型库、评估问卷系统、支撑 3A 评估的在线技术平台，建立了三 A 指标库、模型库、评估问卷系统、评估权重算法系统、评估报告自动生成系统等功能模块，全面支持社会价值投资标准应用的整个流程（见图 11.6）。这个基于三 A 理论的标准的、可迭代的、自动的 3A 标准在线平台已经开始投入试运行，在 2016 年社创之星评选、社会价值投资联盟的各场路演中均经受住实践考验，收到了现场专家评委及投资人的好评。

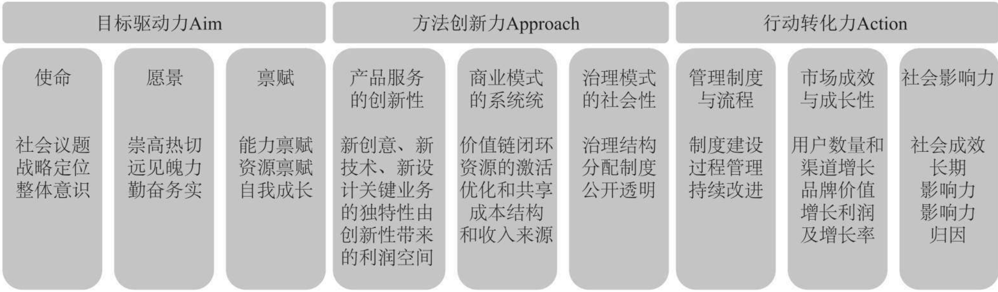


图 11.6 社会创新三 A 三力评价指标体系（社会创新型企业版）

第七节 中国社会价值投资的政策环境

支持性的政策环境对于推动社会价值投资十分关键，特别是在市场发展的早期阶段，政府的介入尤为必要。在英国、美国等发达国家，社会价值投资的发展受到法律框架内的认定与支持，并享受税收、融资、政府补贴等优惠政策的支持，对解决社会问题，推动经济社会发展做出了显著贡献。

中国在社会价值投资的供给侧和需求侧都已经出台了相关的法律法规和政策，为社会价值投资的发展提供了一定的制度基础。但是，现行法律和政策体系中还没有明确引入社会价值投资或社会企业等概念，供给侧和需求侧的法律和政策尚不能良好对接，政策环境还有很大的改进空间。

一、法律法规

与社会投资活动相关的法律法规大体上可以分为三类：第一类是关于公益慈善行业总体的法律法规；第二类是与供给侧（特别是投资中介渠道）相关的法律法规；第三类是与需求侧（特别是社会价值生产者）相关的法律法规。表 11.3 总结了部分相关的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法律法规。

表 11.3 部分与社会价值投资相关的法律法规

类别	法律法规名称
行业总体	《中华人民共和国公益事业捐赠法》（1999）；《中华人民共和国政府采购法》（2003）/《中华人民共和国政府采购实施条例》（2015）；《中华人民共和国慈善法》（2016）；《中华人民共和国残疾人保障法》（1991，2015 年修订）
供给侧	《中华人民共和国商业银行法》（1995，2015 年修订）；《中华人民共和国保险法》（1995，2015 年第 4 次修订）/《互联网保险业务监管暂行办法》（2015）/《相互保险组织监管试行办法》（2015）；《中华人民共和国证券法》（1998，2014 年第三次修订）/《首次公开发行股票并上市管理办法》（2006，2015 修订）/《上市公司证券发行管理办法》（2006）/《公司债券发行与交易管理办法》（2015）；《金融资产管理公司条例》（2000）/《金融资产管理公司监管办法》（2014）；《中华人民共和国信托法》（2001）/《信托公司管理办法》（2007）；《彩票管理条例》（2009）；《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会，2014）；《P2P 管理办法（征求意见稿）》（2015）
需求侧	《社会团体登记管理条例》（1998，2016 发布征求意见稿）；《民办非企业单位登记管理暂行条例》（1998）；《基金会管理条例》（2004）；《社会福利企业资格认定办法》（2007）；《农民专业合作社登记管理条例》（2007，2014 年修订）；《社会组织评估管理办法》（2010）；《境外非政府组织境内活动管理法》（2016）

通过表 11.3 对相关法律法规的梳理，可以发现：第一，我国对于社会价值投资所涉及的主体及其活动已经有比较全面的立法，但对部分主体的立法规范仍然缺乏，如政策性银行、社区服务组织的相关立法，另外也有一些法律法规还是临时性的或者权威性较低；第二，我国相关立法的进度近年来有加快趋势，大量的立法和修订都在十八届三中全会之后；第三，社会价值投资、社会企业等核心的概念尚未在立法中有所体现，因此不利于在制度构建上打通供给侧和需求侧，形成完整的法律框架。

二、管理体制

目前，在福利企业、农民专业合作社、民办非企业单位、基金会、社会团体等已有或潜在的社会价值生产主体中，登记管理不尽相同。（1）福利企业。民政部于 1989 年颁布了《社会福利企业管理暂行办法》，2007 年颁发了《福利企业资格认定办法》重新规定了社会福利企业的资格认定条件，福利企业需在工商部门登记注册，由民政部门认定资格。（2）农民专业合作社。2006 年《中华人民共和国农民专业合作社法》的颁布，在法律上明确了农民专业合作社的法律地位。2007 年颁布的《农民专业合作社登记管理条例》明确了农民专业合作社的登记管理机关是工商行政部门，业务主管单位是农业部。（3）社会团体、民办非企业单位和基金会。根据相关法律规定，这三类组织的登记管理机关为民政部门。（4）境外非政府组织。根据 2016 年 4 月通过的《中华人民共和国境外非政府组织境内活动管理法》，中央和省级政府的公安部门为境外合法成立的各类非营利、非政府社会组织的等级管理机关，中央和省级相关部门和单位是境外非政府组织在境内活动的业务主管单位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了登记管理制度外，近年来中国也完善了对各类社会组织的评估管理制度。2010年，民政部出台了《社会组织评估管理办法》，对社会团体、基金会进行综合评估，评估内容包括基础条件、内部治理、工作绩效和社会评价。对民办非企业单位进行规范化建设评估，包括基础条件、内部治理、业务活动和诚信建设、社会评价等。该办法还明确了评估机构及职责、评估程序和方法。

三、优惠政策

扩大社会参与：目前，已经有一些部门发不了支持更多主体参与公益慈善工作的文件。譬如：中国银监会办公厅《关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》（2008），国务院《关于促进慈善事业健康发展的指导意见》（2014），国务院办公厅《关于进一步动员社会各方面力量参与扶贫开发的意见》（2014），民政部、国资委发布《关于支持中央企业积极投身公益慈善事业的意见》（2014），民政部、全国工商联发布《关于鼓励支持民营企业积极投身公益慈善事业的意见》等。

财税政策：社会价值投资在我国并无明确统一的标准界定，但是政府规定了多种慈善公益领域投资的财税优惠。如2007年《关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》规定了福利企业享受退税额的条件，给每位残疾人的退税设置了上限，每人每年不得超过3.5万元。2015年颁布的《财政部、国家税务总局、民政部关于公益性捐赠税前扣除有关问题的通知》中，则对企业和个人公益性捐赠所得税税前扣除政策进行了明确的规定：使用企业发生的公益性捐赠支出，在年度利润总额12%以内的部分，准予在计算应纳税所得额时扣除；个人公益性捐赠额未超过纳税义务人申报的应纳税所得额30%的部分，可以从其应纳税所得额中扣除。

2014年国务院出台的关于慈善事业和扶贫的两个知道意见中均明确提出，按照国家税收法律及有关规定，全面落实扶贫捐赠税前扣除、税收减免等扶贫公益事业税收优惠政策，以及各类市场主体到贫困地区投资兴业、带动就业增收的相关支持政策。但从实施细则来看，虽有落实和扩大税收优惠政策的相关规定，但缺乏细分政策及相关的落实执行政策文件。同时，税收优惠有严格的认定与执行规定，对于社会价值投资主体或社会企业来说，免税和抵税等优惠较难享受。

政府购买服务：2002年6月，中国颁布了《中华人民共和国政府采购法》，对政府购买服务作了规定。随着政府购买服务范围逐步扩大，政府出台了多个指导意见，强调购买服务注重公共性和公益性，并引导性扩大购买服务的公共服务领域。2013年9月26日，国务院办公厅印发《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，强调要充分认知政府向社会力量购买服务的重要性，要求规范有序开展政府向社会力量购买服务工作。但在目前的实际运行中，大部分社会组织尚未被纳入采购的对象。

金融服务：社会价值投资需要特别的金融服务来支持整个投资流程，从当前我国的制度与政策环境来看，社会价值投资能享受到的金融服务主要还是集中在农民专业合作社、小微企业等组织主体方面。

人才培养：目前国家在推动社会价值投资人才队伍建设方面的相关制度及政策是缺乏的，仅在社会工作专业人才建设方面出台了部分行政法规。主要包括2011年11月出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

台的《关于加强社会工作专业人才队伍建设的意见》。2014 年 1 月 10 日，共青团中央、中央综治办、民政部等六部门关于印发《关于加强青少年事务社会工作专业人才队伍建设的意见》的通知。2012 年 4 月 26 日，民政部制定并发布《社会工作专业人才队伍建设中长期规划（2011—2020）》等。



本章思考题

1. 如何理解企业社会责任?
2. 什么是社会责任投资? 简述社会责任投资与风险投资的关系。
3. 何为绿色风险投资? 绿色技术领域包括哪些?
4. 理解清洁技术发展与绿色风险投资的关系。
5. 分析风险投资加大清洁技术投资的原因。
6. 什么是社会价值投资? 什么是社会影响力投资? 简述其和社会责任投资的异同。
7. 简述社会影响力投资、社会价值投资与风险投资的关系及存在的问题。
8. 社会价值投资的意义和前景体现在哪些方面? 公共政策应如何引导?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十二章

国内外创业板市场的发展情况



本章摘要

我国的创业板从最初酝酿到筹备建设，几经论证，历经十载。为适应经济形势变化和市场发展要求，终于在美国次贷危机之后，于 2009 年择机推出，可以说是厚积薄发，水到渠成。创业板的推出，是充分发挥资本市场对高科技、高成长创新企业的“助推”功能，促进经济平稳较快发展的重要举措，同时，作为我国多层次资本市场建设的重要里程碑，对于促进中国自主创新战略实施、推动经济结构转型、实现多层次资本市场体系构建具有深远意义。

本章系统回顾创业板十年历程，横向比较国外成功二板市场的运行机制，总结评价三年来创业板的运行状况，在肯定中国创业板在宏观上取得快速发展成绩的同时，也指出了中微观层面存在的主要问题，并进一步阐述了创业板市场发展中需要关注的几个关键问题。最后，借鉴国际二板市场的建设经验，结合中国创业板市场的运行实际，提出了相关建议。



关 键 词

创业板市场　风险投资退出　IPO　上市准则　市场状况

第一节　创业板市场的概念、特点、功能及运作模式

一、创业板市场的概念

由于相对正规的股票交易市场所要求的上市条件而言，风险资本所投资的创业企业在企业规模、经营业绩以及其他条件方面都有一段距离，建立适合创业上市、可供创业资本退出的证券交易就成为创业资本顺利发展的不可缺少的重要环节。这种可供创业资本退出的证券交易市场，通常被人们称为“二板市场”或“创业板市场”，它是与现有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正规的证券市场即主板市场（Main Board）相对应而存在的概念，又称为中小企业或小盘股市场，它是指主板市场之外专为中小企业和新兴公司提供筹资渠道的资本市场。

二板市场是为创业企业提供上市机会，保证风险投资顺利推出和循环运作，保证风险投资业正常发展的不可或缺的重要机制，也是完成风险投资项目整体市场评判和交易，进而实现风险投资项目升值和风险资本取得回报的主要场所。正因为如此，继1971 年美国的纳斯达克（NASDAQ）之后，伦敦交易所于 1995 年 6 月设立了另类投资市场（Alternative Investment Market，AIM），这是欧洲设立的第一个二板市场。随后，欧盟“克隆”了一个欧洲的纳斯达克市场——欧洲证券商协会自动报价系统（EASDAQ）。法国和德国也分别于 1996 年和 1997 年成立了名为“新市场”的二板市场，并与比利时、荷兰的新市场联合，组成了欧洲新市场（Euro-NM）。亚洲的二板市场不同于欧洲和美国，多为非独立的附属市场，主要有新加坡证券交易及自动报价系统（SESDAQ），韩国的高科技股市场（KOSDAQ）以及中国香港的创业板市场（HXGEM）。二板市场已成为各国发展风险投资、扶持中小企业、支持高新技术企业发展的重要手段。可以说，没有二板市场的支撑，就不可能有兴旺的风险投资业；没有兴旺的风险投资业，就不可能有高新技术产业的繁荣。

2004 年 5 月 27 日，被市场寄予厚望的中小企业板在深交所粉墨登场，标志着中国准创业板的推出。截至 2009 年 3 月，中国中小企业板已经走过自己近 5 年的历程，上市企业的数量也从其最初的 8 家扩大到现在的 273 家。5 年来，中小企业板总共融资超过 973 亿元人民币，平均每只股票的首次公开上市（IPO）融资总额为 3. 56 亿元。深交所中小企业板的创立，缓解了中小企业融资难的困境，反映了监管层建立多层次资本市场体系的决心，标志着酝酿已久的分步推进创业板市场建设迈出实质性步伐。退出中小企业板，是建立多层次资本市场体系的切入点和突破口，为中小企业打开了进入资本市场的大门，有利于拓宽中小企业的融资渠道和融资格局。

二、创业板市场的特点

（一）前瞻性

创业板市场的主要上市对象是创新型中小企业，特别是高新技术企业，它不把公司的历史业绩和过去的表现作为融资的决定性因素，主要关注的是公司是否有发展前景和成长空间，是否有很好的战略计划与明确的主题概念。如在纳斯达克市场上市的 Home Work 公司，它的主要业务是利用公司在技术上的突破，通过自己的网络提供因特网服务。独特的概念刺激了投资者的需求，公司股票发行首日，涨幅就超过 130%，市值达 15 亿美元。但是，当时公司亏损严重。显然，投资者购买的是一家“概念”公司，而不是一家盈利丰厚的成熟公司。尽管高科技企业在全球二板市场占据着越来越重要的地位，但市场并不苛求申请上市的企业一定是高科技企业，注重的是其发展前景和增长潜力，以及能否为投资者所接受。

（二）高风险性

因为创业板市场是前瞻性市场，主要面向新兴中小企业和高科技企业，因此其对上市的规模与赢利条件的要求都较低，大多对赢利没有较高要求。有的市场甚至允许经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亏损或者无形资产比重很高的企业上市。例如，纳斯达克的上市条件比以成熟企业为对象的纽约证券交易所宽松，有些指标比以新兴高科技中小企业为主的美国证券交易所还低，因而比美国证交所更有竞争力。当然，由于上市条件相对宽松，上市公司规模小，业务处于初创时期，大多缺乏赢利业绩，创业板市场无疑是一个高风险的市场。

（三）上市费用低廉

对新兴企业而言，过高的上市费用无异于提高了上市门槛，所以相对于主板市场而言，二板市场的上市费用较为低廉。

（四）主要面向机构投资者

二板市场具有高投资风险的特征，它主要针对的是寻求高回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的机构和个人投资者，包括专项基金、风险投资公司、共同基金以及有经验的私人投资者。如美国纳斯达克市场，其资本总额的近一半为机构投资者所有。对于资本总额在 1 亿~10 亿美元的公司，纳斯达克的机构投资者比例明显高于美国证交所；而 10 亿美元以上的公司，两个市场机构投资者的持股比例则大致相同。

（五）严格的市场监管

由于二板市场上市公司的规模小，交易不如主板市场活跃，资产与业绩评估分析的难度也较大，很容易出现内幕交易和少数人操纵市场的现象。为了保护投资者的利益，二板市场的监管通常比主板市场更为严格。例如，中国香港创业板市场在信息披露方面，要求上市公司除了必须履行主板市场规定的责任外，还必须交代“活跃业务活动”及业务目标，同时，加大信息披露的频率，要求上市公司提供季度报告而不是半年提供一次报表；在上市保荐方面，在提高保荐人资格要求的同时，又加大了保荐人承担的责任。主板市场保荐人在发行上市工作完成之后即不再承担责任；而在二板市场，保荐人的责任期限为两年。此外，在公司内部治理方面，也加大了管理力度。

（六）电子化交易

二板市场大多采用高效率的电脑交易系统，无须交易场地，因而具有交易费用低和效率高的突出优势，而且交易的透明度极高。如纳斯达克由场外交易发展而来，从一开始就没有集中的交易场所和交易大厅，而是通过电话和计算机网络进行证券交易。目前，纳斯达克已在 55 个国家和地区设立了 26 万个终端，形成了一个由复杂的计算机和电脑网络组成的庞大市场。

三、二板市场的功能

二板市场是为极具发展潜力的中小企业提供超常规金融支持，为风险投资的退出打开通道而设计的。它不仅是中小企业的“龙门”，高科技企业的摇篮，也是创新企业的“孵化器”。它具有以下一些主要功能。

（一）为中小型创新企业提供融资服务

通常，在发展中小企业和高科技产业融资方面，依托主板股票市场存在许多不足，主板股票上市标准高，要求上市公司规模大，赢利稳定，不适合中小高科技企业。而在二板市场，风险投资支持的公司仅需成立几年，甚至不需要有赢利记录，这对中小企业创业者是极大的激励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二板市场为中小创新企业的可持续发展提供了资金支持，它从风险投资家手中接过“接力棒”，促进企业发展壮大，发挥创新企业“孵化器”的角色。在纳斯达克市场上，高科技公司由小做大的例子比比皆是。以微软公司为例，微软公司创立于 1975 年，发行上市前的 1985 年，其总收入为 1.62 亿美元。1986 年 3 月股票发行上市，为其增资扩张创造了良好的外部条件。现今，微软不仅跻身世界 500 强，而且其市值一度突破 5 000 亿美元，成为世界上最有价值的公司。

（二）为风险投资提供退出渠道

风险投资的退出机制是风险投资存在和发展的必不可少的条件。通过二板市场，创业企业向社会公开发行股票，风险投资家可以得到增值数倍的资本回报，创业人员也能得到较高的报酬。在美国，约有 30% 的风险投资采取这种方式退出。

风险投资的运作过程在美国雅虎公司的故事中可见一斑。20 世纪 90 年代初，风险投资公司红杉公司和软件库公司对雅虎公司的前景看好，先后向雅虎投资，当时雅虎年度收益仅 540 万美元，但是纳斯达克还是张开双臂欢迎它。1996 年 4 月，雅虎在纳斯达克上市。这年，风险投资在股市变现退出，获取高额报酬，而科技发明者与企业创业人员的价值也得到了市场承认。

（三）完善资本市场体系

二板市场的设立，旨在增加资本市场层次，以调整和完善资本市场结构。在金融业发达的国家和地区，作为实体经济的支持体系，资本市场都体现出适应不同资本需求的多层次性。主板市场主要是为在国内乃至全球有影响的大公司提供筹资服务；二板市场则是为一些资金规模不大，但有发展潜力的快速成长的公司进行融资；此外，还有场外交易市场，对一些更小的公司在发展初期提供支持，在美国，甚至有第四、第五层次的交易市场。主板、二板和场外交易市场的上市条件依次降低，对应不同企业，各有一个不同的筛选机制，使企业有可能递进上市、逐步下市，从而形成一个完整的市场结构体系。

美国资本市场的活力与高效率与其多层次的资本结构分不开。在美国，既有针对成熟的大型企业上市的纽约证券交易所，也一直存在着为中小企业融资提供服务的市场环境，包括地方证券交易所、场外交易市场和纳斯达克市场。这些市场，促进了众多创新企业的发展，同时，一些企业还转入纽约证交所上市，为纽约证交所提供了新鲜血液。

总之，二板市场为新经济企业提供了直接融资和资本扩张的场所，既促进了创业企业融资渠道的多元化，又催生出一大批著名的高科技公司。可以说，当今风靡全球的新经济，实际上是现代科学技术和金融体系（尤其是资本市场）相结合的产物。

四、二板市场的运作模式

按照二板市场与主板市场的关系以及监管理念、交易系统等的差异，二板市场的运作通常采用以下三种模式。

（一）独立市场模式

所谓独立市场模式，是指二板市场本身是一个独立的证券交易系统，拥有独立的组织管理系统、报价交易系统、上市标准和监管体系，有一套独立的运行机制。这种二板

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场实际上完全上是另外一个市场，与主板市场分别独立运作。如，美国的 NASDAQ 市场、欧洲的 EASDAQ 市场、日本的 JASDAQ 市场等。这种市场模式有利于形成独特的市场概念，也能够使二板市场的顺利发展较少受到制约。但独立市场模式需要较大的开创成本，组织运行费用也相对较高。

（二）附属市场模式

所谓附属市场模式，是指二板市场作为主板市场的附属机构存在。具体又分为相对独立形式和第二部形式。相对独立形式是指二板市场虽附属于主板市场，但是由主板市场成立一个独立的机构来运作，拥有独立的组织管理系统和监管标准，至于交易系统，有的建立在主板市场交易平台，有的则与主板市场完全不同。代表性的市场主要有：英国的 AIM 市场，新加坡证券交易及自动报价系统 SESDAQ，韩国的 KOSDAQ 市场，以及中国香港的创业板市场（HXGEM）等。第二部市场一般是主板市场的后备市场，它培育中小公司，并将成熟的公司推荐到主板市场上市，同时接受不符合主板上市条件而从主板市场退出的公司，主要代表有东京证券交易所的第二部市场，曼谷证券交易所的第二版市场等。

（三）新市场模式

所谓新市场模式，是指以欧洲新市场（Euro-NM）为代表，由德国、法国、比利时、荷兰四国证券交易所的新市场所组成的网络市场。这种市场的会员要求达到最低运作标准，彼此承认会员资格，每个会员都能得到实时的市场行情，使得市场交易能够在更大的市场空间内进行。

第二节 中国的创业板市场

本部分首先介绍中国创业板市场的概念和特点，分析创业板市场与主板市场、中小板市场的联系与区别，阐述风险投资与创业板的关系，为后文探讨实现两者的有效对接做好铺垫。接着，系统回顾了创业板十年历程。最后，总结归纳创业板设立的影响以及设立的过程带给我们的启示。

一、创业板市场概述

（一）概念

作为新兴的股票市场，创业板市场是伴随着证券市场的发展而产生的，主要是为处于初创期、规模小但成长性好的中小企业和高科技企业提供服务。创业板市场在不同的国家或地区称谓不尽相同，如：美国的全美证券交易商协会自动报价系统，即纳斯达克（NASDAQ）股票市场；英国的另类投资市场 AIM（Alternative Investment Market）；欧洲的新市场 EURO-NM（Euro New Market）；我国的创业板市场又称为“二板市场”（The Second Board），与韩国和中国香港一样，定名为“创业板市场”（Growth Enterprise Market，GEM）。

从全球范围看，为满足中小高科技企业的特殊融资要求，许多资本市场发展成熟的国家都设有主板市场（Main Board）之外的资本市场。与主板市场相比，创业板市场具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有面向新兴企业、注重企业增长潜力、上市标准较低、强化信息披露和保荐人责任等特点。从涵盖范围看，除了证券交易所设立的二板市场外，创业板市场还包括柜台交易市场中有组织的集中报价与交易系统以及主要为高成长性的中小企业与高科技企业服务的证券交易所。

（二）设立初衷

从设立创业板的初衷来看，主要包含以下几个方面。

（1）引导投资理念，倡导风险投资氛围。创业板市场能够拓宽中小企业融资渠道，有效评价创业资产价值，满足高科技、高成长创新型企业的融资需求，从而推动知识经济、创新经济的发展，促进产业结构调整，为建设创新型国家服务。

（2）风险投资参与的企业可以通过创业板实现退出，丰富风险资本的退出渠道，分散投资风险，提高科技投资资源的使用效率，促进高科技投资资金的良性循环。

（3）通过设立创业板，以较低的成本建立起符合国际标准的市场运作体系和监管体系，为改善主板市场的运作提供借鉴经验，并通过对主板市场产生示范效应和扩散效应，提升我国证券市场的整体质量和运作效率，推动我国证券市场规范化、市场化和国际化的建设。

（三）设立背景

2009 年 10 月，中国创业板正式推出。从外部环境看，当时距离美国次贷危机仅有一年多的时间，世界经济仍旧笼罩在金融危机的阴影之下。从内部看，由于缺乏经济持续增长的有效支撑，经济回暖的基础尚不稳固。在此背景下，国家启动了经济刺激计划，金融体系派生了大量贷款，但受益较多的仍是国有大中型企业，在“挤出效应”下，中小企业融资更加困难，尤其是有望成为新的经济增长点的创新型中小企业，对资金的需求更是急需满足。因此，这时候推出创业板，不仅是为了解决创新型、高成长性中小企业的融资问题，更是国家调结构、保增长、扩内需的战略举措。当时设立创业板的条件基本具备，主要有以下几点。

第一，经过改革开放三十年的发展，我国的经济基础日益雄厚，创业板的建设拥有了坚强后盾。从社会发展阶段看，随着工业化、城镇化的持续推进，人们的社会财富正在寻求转化途径，创业需求进一步增大，我国的创业企业完全有可能通过挖掘国内的巨大市场潜力而迅速成长，这也为开设创业板市场提供了客观基础。

第二，我国拥有大量成熟的创业企业群。改革开放以来，中小企业快速发展，在国民经济中占据着极其重要的地位。从当时情形看，注册的中小企业已接近 1 000 万户，创造的 GDP 占比达 60%，税收占比约二分之一，发明专利占比近七成。这种客观经济条件为创业板市场积累了大量的后备上市资源。

第三，国内外支持创业板的市场环境逐步改善。尽管当时的资本市场笼罩在金融危机的阴霾之下，但支持创业板设立的内外因素基本具备。从外部环境看，2002 年以来各国创业板市场的转暖和繁荣，为我国创业板的设立创造了良好的国际环境和市场条件；从内部发展看，主板市场经过十多年的发展，积累了丰富的监管、信息披露等方面的经验，尤其是中小板五年来的建设实践，为创业板市场的健康运行提供了有益借鉴；投资者经过多年的洗礼也趋于理性，价值投资理念开始形成，风险防范意识趋于增强，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些都为创业板的顺利推出奠定了市场基础。

（四）创业板公司上市条件

我国主板和中小板公司首次公开发行股票依据的是证监会 2006 年 5 月 17 日颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》，创业板上市依据的是《创业板管理办法》。创业板上市的公司必须符合以下条件。

（1）依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。

（2）最近两年连续盈利；此两年净利润累计不少于 1 000 万元；公司持续增长。或最近一年盈利，净利润不少于 5 000 万元，并且最近两年营业收入增长率均不低于 30%。

（3）企业发行后的股本总额不少于 3 000 万元。

总体来看，创业板公司上市门槛要比主板和中小板市场低，但监管和披露仍然十分严格。

二、我国创业板市场的特点

本节从两个方面对创业板市场特征总结提炼：创业板作为我国资本市场的重要组成部分，在进入门槛、历史演变、公司特征等方面与其他资本市场相区别；同时，创业板市场作为国际资本市场的一部分，具有独特的市场特征。因此，有必要将创业板置于全球市场下的背景下，从国际视野去总结提炼创业板市场的特征。

（一）我国创业板市场的特征

与国内主板市场和中小板市场相比，我国创业板主要具有以下特征。

首先，企业进入创业板市场进行融资的门槛较低，但操作要求较为严格。对投资者来说，创业板市场的风险要比主板市场高得多，当然，回报可能也会大得多。各国政府对二板市场的监管更为严格，其核心就是“信息披露”。除此之外，监管部门还通过保荐人制度来帮助投资者选择高素质企业。创业板市场和主板市场的投资对象和风险承受能力是不相同的，在通常情况下，二者不会相互影响，而且由于它们内在联系，反而有助于促进主板市场的进一步活跃。

其次，我国证券市场是一个相对年轻的市场。1990 年 12 月 19 日，上海证券交易所举行开业典礼，当时上市交易的仅有 30 多种国库券、债券，而交易的股票屈指可数。1991 年 7 月 3 日，深圳证券交易所正式开业，之后的很长一段时间，主板市场主要由上海交易所和深圳交易所构成。证券市场的出现为我国经济的发展起到了举足轻重的作用。当时，由于正处于计划经济向市场经济的转型时期，“资本主义与社会主义”之争使得我国的主板市场在初创过程中存在一些问题，如公司上市是额度或者指标管理，多数地方的公司上市是由政府一手包办，并且优先安排上市的往往是一些经营比较困难的国有企业，信息披露也不规范。随着中国股市的发展，地方政府与当地上市企业的关系逐渐规范，但上市公司数量仍旧被视为当地经济发展的标志性数据。主板市场发展的历史使其不得不带有计划经济时期的种种政治烙印。相较于主板而言，创业板属于崭新市场，是资本市场的新生力量，没有历史包袱，具有较强的市场活力和广阔的发展空间。同时，创业板上市门槛较低、宽严适度、程序简化、效率较高、注重企业成长性、市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约束较强，通过对主板市场的示范效应和扩散效应，有助于提升资本市场的整体质量和运作效率。

最后，创业板市场具有创新型特征。创新是一个民族的灵魂，是一个国家兴旺发达的不竭动力，特别是处于经济转型时期，我国更需要有新的经济增长点，发展高新技术，依靠风险投资实现产业化，从而改变经济增长方式，实现弯道超车，提高国家竞争力①。创业板对我国新兴行业和创新型企业的覆盖面不断拓宽，创新特征进一步凸显，据 2012 年深圳交易所的年报显示，创业板市场平均研发强度（研发投入占营业收入比例）达到 5.41%，居各板块之首。从后备资源储备看，主要集中在以软件、互联网、自动化、信息化为代表的新经济，以新能源、新材料、生物医药、环保节能、航空航天、海洋、现代装备等为代表的“中国创造”，以商业连锁、高技术服务、中介服务、专业服务为代表的“中国服务”，以及文化创意、现代农业和新商业模式等领域。这基本反映了当前中国经济发展阶段的必然结果、国家自主创新战略的内在要求与国际产业发展最新趋势，有助于促进科学技术创新和转化为生产力②。创业板的这种创新性质对于我们中国经济结构的转型起到至关重要的作用。

（二）全球视角下我国创业板市场的特征

从海外创业板市场的发展历程看，经济萧条和新经济的涌现是创业板兴起的重要原因，并在新经济的发展过程中扮演着重要角色。在大的原则规定和制度安排方面，我国的创业板市场与海外创业板并没有太大差异，但作为后来者，我国创业板市场在一些细节方面也有其自身特点，体现出了独有的市场特征。

首先，在市场使命方面，除了与海外创业板市场的共性外，我国创业板的设立还具有一定的时代背景。创业板的推出之际恰逢美国次级债危机，全球经济金融受到巨大冲击，我国实体经济中的产业结构问题进一步凸显，资本市场上的公司结构问题与泡沫问题充分暴露。因此，在此背景下建立的创业板市场，还肩负着改善资本市场上市公司结构，并通过促进高科技和高成长性企业的发展，带动中国经济结构的调整的特殊任务，这也应成为我国创业板长期坚持的一个发展方向。

其次，我国的创业板市场是在主板市场以外建立的平行独立市场，两个市场均由证券交易所负责经营运作，这与海外创业板市场单独组建与运作的模式有所区别。这有助于创业板市场充分借鉴主板市场运作经验和利用更多的便利条件，以缩短弥补与海外创业板市场发展差距的时间。

再次，作为证券市场的新成员，我国创业板市场的巩固与扩展，也必然离不开政策和制度因素的支持。从经济文化和制度背景看，优惠的政策和宽松的制度始终也是我国金融市场取得发展的优越条件之一，这也为创业板市场的发展提供了政策支撑。政策与制度因素在市场发展过程中作用突出，这是创业板市场有别于海外创业板市场的一个明显特征。

最后，具有高成长性的中小企业是创业板服务的主要目标，但具体到上市公司类别

---

① 成思危：创业板“领航“效应将日渐显现。

② 数据来自深圳证券交易所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上，我国创业板市场与海外创业板市场有所不同。与吉隆坡证券交易所二板市场和我国台湾地区场外证券市场类似，我国创业板市场主要是面向在内地注册的公司，而其他海外创业板市场服务对象除以在本土注册的公司为主外，也包括外国企业。譬如，中国香港创业板市场在选择上市公司时，除了服务香港和内地公司外，还面向百慕大、开曼群岛等地的注册公司。

三、创业板与主板市场、中小板市场

（一）创业板与主板市场的区别

从创业板市场与主板市场的关系看，两者既相互依赖，又互相竞争，主要表现在两个方面：一方面，作为一个新兴的证券市场，创业板是在主板市场的基础上发展起来的，并对主板市场形成了有效补充；另一方面，两者都是证券市场的重要组成部分，面对同一个金融体系，因此，又存在着市场资金争夺的竞争。从目前现状看，主板的市场规模远高于创业板。但从动态来看，对国家创新战略起着重要支撑的创业板市场发展空间较大，其发展速度与潜力将优于主板市场。创业板与主板市场的主要区别表现在以下三个方面。

第一，上市条件不同。与主板市场相比，创业板具有以下特点：（1）盈利条件宽松；（2）公司规模要求降低；（3）要求业务专营，注重成长性；（4）无形资产所占比例进一步放宽；（5）发行程序简化；（6）建立了更严格的信息披露和退市制度。总之，上市标准比主板市场低，但监管和披露更加严格。

第二，定位不同。主板市场主要针对各行业大型公司，基本归属成熟产业，公司在达到一定规模后其发展也会相对稳定。因此，其资本与收益也会呈现相对稳定的特点。创业板市场主要服务于初创期的高科技企业，所容纳的上市公司具有成长性高、创新内涵高的特点，因此，所吸收的投资对象也要具备相应的承受风险的能力。

第三，行业分布不同。创业板行业分布较主板更具优势。金融服务和传统重化工业在主板市场上占有较大比重，这些行业是过去十年中国经济发展的主要动力。传统行业经过多年发展，市场潜力已被充分挖掘，增长动力相对缺乏，在经济结构调整、经济发展方式转型的大背景下，需要启动一批新型战略行业，培育新的经济增长点，以对经济发展形成长期支撑。相比较而言，创业板的行业分布更加符合经济转型的发展方向。从创业板的行业分布看，上市公司主要集中在消费升级和产业升级的相关行业，尤其是以信息服务、电子元器件、医药生物为代表的大消费行业就占据了创业板接近一半的市场份额。

（二）创业板与中小板的区别

从发展定位看，创业板以“两高六新”（“两高”即成长性高、科技含量高，“六新”即新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式）为发展方向，主要服务于自主创新型企业及其他成长型创业企业，这些企业在技术创新、经营模式创新等方面具有独特性，企业的成长性特征突出；而中小板则主要以即将或已进入成熟期、盈利能力强、但规模较主板小的中小企业为服务对象。此外，两个市场还存在其他方面的区别。

（1）中小企业板块的进入门槛较高，上市条件较为严格，接近于现有主板市场；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而创业板的进入门槛较低，上市条件较为宽松。

（2）中小板与深交所组合在一起共同运作，采取的是非独立的附属市场模式。除了上市条件与主板市场不同外，拥有共同的组织管理系统和交易系统，甚至采用相同的监管标准。而创业板与主板市场分别独立运作，采取的是独立模式，拥有独立的组织管理系统和交易系统，采用不同的上市标准和监管标准。

虽然中小板与创业板存在一定的区别，但从两个市场的发展来看，还存在一些交错，市场边界并不清晰，效益好的中小企业都放在创业板上来，使得创业板市场缺乏自己独有的特色，这是资本市场发展中需要关注和解决的问题。

四、创业板市场与风险投资

风险投资与创业板市场的关系密切。1998 年，成思危先生提出了创业板“三步走”战略，其中第三步就是要通过构建创业板市场，为风险投资的退出开辟通道，完善风险投资体系。在风险投资发展的高级阶段，风险投资和创业板市场是相辅相成，互相依赖的，具体有以下关联。

（一）风险投资催生创业板市场的形成

近年来，在风险投资的介入下，很多高新技术企业得以迅速发展。但是风险投资者的目的并不是通过资金获取公司的控制权，而是希望最终抽离资金，或是出让股份，或是公开发行上市，以实现资本的增值。相比较而言，主板市场上市要求严苛，且上市费用较高。因此，风险投资者就希望出现一个类似美国纳斯达克的中国市场，这个市场能够更全面地接受创新的理念，更迅速地反映创新型创业企业的发展，更顺利地帮助风险投资家实现资金的退出。这个市场不管是上市条件还是规模都介于主板市场和场外市场之间，这就是创业板市场。所以说，风险投资在中国的发展加快了创业板的产生，风险投资的利益诉求客观上催生了创业板市场。

（二）创业板市场成为风险投资的重要退出渠道

风险投资重要的环节之一即实现资本的增值并退出，它作为一种培植风险企业和高智能型的投资方式，其目的就是实现赢利，风险投资从融资、投资、投后管理再到退出，实现一个完整的循环。一旦被投资的企业走向成熟，经营利润趋于平均利润，风险资本就会谋求退出通道。一般地，风险投资的退出主要有上市、并购、股权回购、组建战略联盟等途径。国内外数据表明，通过公开上市的回报往往最高。自从创业板推出后，有风险投资参与过的企业更多地选择在创业板上市。创业板市场的“低门槛”使得风险投资企业能够快速上市，顺利实现资金退出，使风险投资资本处在一个良性循环的状态，吸引更多的资本投入风险投资中。

（三）风险投资与创业板市场相得益彰，相辅相成

风险投资的快速发展培育了大量具有高质量、高成长性的高科技企业，这些企业多数成为创业板市场的上市主体，没有风险投资，创业板市场就成了无源之水，是不可持续的；反过来，创业板市场的不断完善与发展，为风险投资提供了退出渠道，可以吸引更多的资本进入到风险投资领域，没有创业板市场的发展也不可能使风险投资成为参天大树。此外，创业板的运营状况也是风险投资发展的一种标志。当创业板状况不好时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险投资的融资就会困难些，反之，当创业板市场如火如荼之时，风险投资的融资也会随着迅速发展。

总而言之，风险投资与创业板市场之间相互影响、相互促进，呈现一种相辅相成、相得益彰的关系。因此，为促进两者的互动发展，形成良好的循环反馈机制，应考虑实现风险投资和创业板的有效对接。

五、创业板十年历程回顾

创业板的设立并非一帆风顺，从 1999 年成思危先生提出的创业板“三步走”战略，到 2002 年创业板的“小三步”建议，再到中小板的上市运行，最终在 2009 年择机推出，从酝酿到正式成立，整整用了十年时间，可谓是几经周顿、一波三折。同时也应看到，创业板的推出是充分酝酿、不断优化的过程，十年来，我国在为探索建立创业板路径方面做了大量深入细致的工作，就其发展历程而言，大致可以分为三个阶段。

(一) 筹备阶段 (1998—2000 年)：创业板“三步走”战略

早在 1998 年，成思危先生在全国政协九届一次会议上代表民建中央提出了著名的“一号提案”《关于借鉴国外经验，尽快发展中国风险投资事业的提案》。该提案提出了风险投资“三步走”战略（业界也称创业板“三步走”战略）：第一步是在现有法律框架下，成立一批风险投资公司；第二步是建立风险投资基金；第三步是建立包括创业板等退出机制风险投资体系。由于当时内外条件具备①，提案出台后，各级政府组织积极参与，在风险投资中承担了政策导向和具体操作的双重角色，各地风险投资大规模兴起，风险投资从原来的星星之火催生成为今后的一项事业，我国的风险投资发展进入了一个新的阶段。据统计数据显示，在 1998 年的时候，我国的风险投资额仅为 3 亿元左右②，到 2001 年，就达到了 43 亿元，发展到 2012 年底，投资额达到 230 亿元左右。风险投资的迅速发展为后来创业板的推出奠定了市场基础，因此，“一号提案”对风险投资的发展和创业板的设立意义重大、影响深远，我国创业板的征程也由此开始。

1999 年底，全国人大常委会通过了《中华人民共和国公司法》修正案，允许有条件的高新技术股份有限公司进入证券市场直接融资，同时也提出“鉴于此项工作还缺乏经验，加之风险较大，应当有计划、有步骤、积极稳妥地进行”。由于当时风险投资比较热，绝大多数想在创业板上市的公司“虚火”很旺，其中不少是匆忙拼凑包装，很少拥有真正属于自己的技术、产品和市场，管理也比较薄弱。很多风险投资公司按预期的市盈率为基准来定价，收购了一些准备上创业板的公司股权，造成大部分资金被套，他们希望通过创业板来解套，因此，当时设立创业板的呼声颇高③。在这种情况下，如果一步到位地推出创业板，则会带来较大的市场风险，成思危先生认为不应将风险投资机构应该承担的风险转嫁给广大的投资者，建议不要匆忙开创业板，可以先从科

① 1998 年前后，内外环境都发生了重要变化。对内而言，我国科技成果转化率低，全国一年有 3 万多项科技成果，却仅有 20% 转化成产品，建厂生产的不足 5%，这与建设创新型国家的要求不适应，经济发展需要创新元素支撑；在外部，美国新经济快速发展，海外 VC 机构积极寻找进入中国做投资的机会。

② 相关数据来自《中国创业风险投资发展报告》。

③ 中国经济网《经济学家成思危：积极慎重推进创业板建设》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

技板块搞起，这样比较符合当时的情况。

总之，在1998年到2000年这一时期，世界经济发展态势良好，海外创业板市场不断增加，表现出了较好的发展趋势，国内风险投资行业正在崛起，是我国创业板市场积极筹建时期。到2000年末，膨胀过快的互联网泡沫破裂，各国创业板市场岌岌可危，有的甚至被迫关闭，全球创业板市场的发展陷入僵局。历史证明，中国没有那么匆忙推出创业板还是有一定的道理的。

（二）停滞阶段（2001—2005年）：创业板"小三步"

2000年末，受网络科技泡沫破灭的影响，海外的股票市场出现了大幅震荡，纳斯达克指数半年之间就从5 048点的巅峰崩落到1 800点谷底，近八成的股票价格跌幅超过80%，近四成的上市公司一次性退市。在21世纪的前三年里，澳大利亚、新西兰、日本等地的创业板市场相继关闭。中国香港和韩国的创业板市场也遭遇重创。由于国际市场的不利影响，创业板市场的风险加速暴露，不少学者认为我国应该吸取世界其他市场的经验，先把主板市场整顿好后，再推出创业板。

国外的创业板市场正在经历着历史性的考验，但中国创业板的探索工作并没有因此而止步。为稳妥推进创业板市场的建设，2001年成思危先生在给国务院报告中指出创业板市场的设立应该循序渐进，并提出走"小三步"的战略方案：第一步是将现有证监会发审委已通过的科技含量比较高的小盘股集中二三十家到三五十家，辟出一个单独的板块，即中小企业板块。由于不降低上市条件，各方面比较容易接受，而且这部分企业的数量也不太多，对市场的冲击不会太大。第二步是适当降低某些条件，逐步扩大这个板块。第三步是条件成熟时把这个板块分立出来，建立一个完整的、独立的创业板市场①。中小企业板块以运行独立、监察独立、代码独立、指数独立与主板市场相区别，但是它是现有主板市场的组成部分，上市"门槛"是按现行的主板发行审核标准审核通过的，因此就可能将一些业绩较好，但还达不到上市条件的小企业拒之门外，这也是权衡利弊的结果②。为和创业板"三步走"战略相区别，这个建议也被称为创业板"小三步"，为后来中小板的推出奠定了理论基础。

虽然，创业板市场不是风险投资退出的唯一出路，但它的建立将有利于增强投资者的信心，为风险投资的退出开了方便之门。由于创业板市场门槛较低，风险较大，所以在采取的方式上应该积极而慎重。因此，在当时的情形下，采取"小三步走"战略是比较积极稳妥的。如果直接创建创业板市场，没有一两百家企业上市就没有人气，市场就不能活跃，而如果一下子上这么多家企业，又会对市场造成冲击；并且由于没有建设经验，上来就推出创业板，容易被一些人浑水摸鱼或容易出现违法违规的情况。中小企业板块还只是主板中的一个板块，不是独立的板，它离真正的创业板还有相当距离，是逐步推进创业板建设的中间环节。

2004年5月17日，经国务院批准，证监会终于正式发出批复，同意深圳证券交易所在主板内设立中小企业板，并核准中小企业板实施方案。2004年6月25日，中小企

---

① 《成思危：创业板市场终于有望迈出实质性第一步》。
② 《经济》，《部长访谈之成思危：我没阻碍创业板》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业板正式开盘，在建立多层次的资本市场中迈出了关键的一步。

（三）重启阶段（2006—2009 年）

2006 年，在宏观经济的持续向好的背景下，股权分置改革不断深入，我国股市连创历史新高。2007 年，尚福林指出，“国家提出了建设创新型国家的战略，建设多层次资本市场的法制建设有了很大进步，中国涌现出不少有价值、高成长性具有一定创新内涵的创业企业，建立创业板市场的条件已经具备”。2007 年 8 月，国务院批复以创业板市场为重点的多层次资本市场体系建设方案。8 月 22 日，《创业板发行上市管理办法》（草案）获得国务院批准，这标志着创业板市场进入实质性筹设阶段。

2008 年以来，随着国际金融危机的蔓延，发展创新型经济的紧迫性进一步凸显，在中央一揽子刺激计划的带动下，我国经济形势总体呈现企稳向好的势头。在这样的背景下，加快创业板市场建设，对于支持企业自主创新、落实国家自主创新战略、巩固经济复苏成果、推动经济转型具有重要意义。

为加快资本市场建设，2009 年 3 月 31 日，证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，自 5 月 1 日起实施。10 月 23 日正式开板，10 月 30 日，首批以青岛特锐德为首的 28 家公司在创业板市场挂牌上市，备受关注的创业板在历经十年的等待之后，终于正式开启了序幕，我国正式进入“创业板”市场新时代。

六、创业板设立的影响

创业板的设立有助于自主创新型国家战略的有效落实，促进新兴产业和创新企业的成长。同时，建设创业板市场是推进资本市场多层次市场建设和制度创新的基础性工作，对我国经济社会发展具有重要的意义。

（一）创业板市场首要功能在于激发企业创新

创业板有多种功能，但最基础、最核心的作用还是在于实现创新元素与金融资本的结合，激发企业家的创新精神和企业的创新能力，这主要体现在两个方面：第一，创业板具有良好的创新激励机制。创业板作为重要的资本流动平台，可以帮助风投资本正常退出，实现投资收益。风险投资专注于服务高成长型企业，该类企业具有自主创新能力强、业务模式新的特点。因此，发展创新板市场可以鼓励更多的风投机构参与创新型企业的发展。第二，创业板的标杆企业具有“领航效应”。创业板主要是为创新型企业提供融资服务，虽然这类企业规模较小、业绩不确定性大，短期内上市的企业也不会太多，单个企业融资额也较为有限，但是创业板可以通过吸纳高科技企业、创新型企业的上市，树立创业标杆，发挥示范效应，激励更多民间资金汇聚起来，培育新的经济增长点。

（二）创业板的设立较大地鼓舞了风险投资的发展

通畅的退出渠道是影响风险投资正常发展的重要方面。作为一种长期投资，风险投资是一个不断的资金筹集、资金运行及资金撤回的循环往复的过程。当企业进入成长期之后，风险投资家就要退出该企业的投资，以获取投资收益进入下一轮投资。在创业板推出之前，由于缺乏可靠、顺畅的退出通道，我国风险投资市场发展缓慢，从 2002 年到 2009 年，7 年的时间内风投市场投资金额和发生投资案例数分别只增长了 6.5 倍和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.1 倍。2009 年 10 月创业板推出后，丰富了风险投资的退出渠道，当企业进入成长期后，或者当风险投资觉得时机成熟时，就可以卖出这些企业的股权，成功退出投资。尤其是 2011 年，风投市场呈现飞跃式增长，投资金额和发生投资案例分别达到 130.0 亿美元和 1 505 件，分别比 2009 年大幅增长 4.8 倍和 3.2 倍（见图 12.1）。

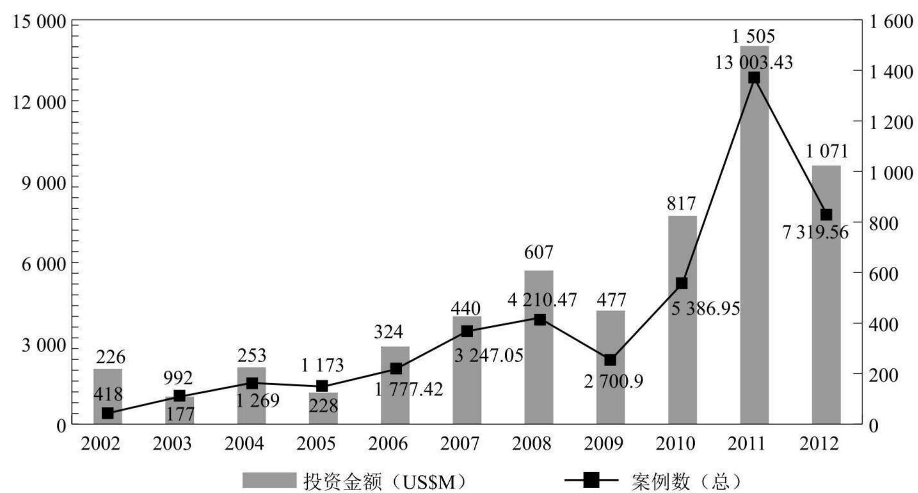


图 12.1　2002—2012 年中国风险投资市场投资总量走势图

资料来源：根据清科数据库整理。

（三）拓宽中小高科技企业融资渠道，促进企业快速成长

对高科技中小企业而言，具有轻资产的特点。其产品从研制开发，到投产使用，蕴含着较高的市场风险，难以获得银行等金融机构的间接融资。与此同时，高风险同时对应着高收益，风险较高的企业往往具有高增长、高回报的特征，需要寻求资本市场的融资通道。创业板市场定位于创新型企业，能够为符合一定条件的中小高科技企业提供高效率的融资，助力企业成长并使之迅速进入成熟、健康的发展轨道，又能借助公司并购、外部融资等手段，进行高起点运作，帮助优秀的高科技企业实现跳跃式发展。同时，在创业板市场上，既能保证资金筹集与使用过程具有较高的透明度，又能通过股票市场的流动性，将投资者的短期资金转换为一级市场上的长期投资，实现投资期限转换，保证充足的长期资本供给，改善企业的财务结构，从而促使社会资源的优化配置。

（四）将进一步完善中国证券市场体系

创业板的推出是我国资本市场发展的重大突破，也是多层次市场体系建设的重要里程碑，对资本市场的健康发展影响深远。首先，创业板改变了证券市场的主体结构。目前，主板市场的服务对象是有相当经营年限、具备一定经营规模和经营业绩的企业，特别是大中型国有企业。创业板市场定位于创新型企业，主要为中小型高科技企业提供融资服务，这势必会提高资本市场上中小企业的占比，逐渐改变国有企业一股独大的现状，丰富资本市场的主体结构。其次，创业板市场的运作将减少政府过度干预，更多采用市场化原则，由此产生的示范效应和扩散效应会对主体市场产生影响，从而改善证券市场的整体质量和运行效率。最后，创业板市场作为主板、中小板的重要补充，丰富了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本市场的层次结构，对资本市场体系的健全和完善起到了强有力的促进作用。

（五）推动中国证券市场国际化发展

目前，全球创业板市场90%的市场份额被纳斯达克（NASDAQ）、英国的另类投资市场AIM、日本加斯达克等为首的五大市场所占据，这五大市场市值均超过千亿美元，上市企业逾万家，而其余不到10%的市值由30多个市场瓜分。在2009年之前，“金砖四国”中仅剩下中国还未开设创业板市场，但当时就有超过100家中国企业在纳斯达克上市。纳斯达克、科斯达克、纽交所等海外主流交易所都已经在国内设立办事处，由此可见，创业板市场对于优质上市资源的争夺已在全球范围内展开。从这个意义上讲，我国创业板自启动至今，关于优势资源的竞争从一开始就是国际化的。关于创业板的建设，也必将会涉及资本市场重点领域和关键环节的改革实践和探索，这些可为改善主板市场运作积累宝贵经验，有利于构建符合国际标准的市场运作体系和监管体系，进而推进我国证券市场的国际化进程。

七、我国创业板设立过程的启示

建设一个好的创业板市场，对于推动国家自主创新战略的实施，推动资本市场的稳定发展，完善中国社会主义市场经济体系都具有十分重要的意义。我国创业板十年磨一剑，尊重了市场发展规律，从其建设历程看，主要有以下启示。

（一）创业板的设立适应了经济形势变化和市场发展的要求

创业板的建设并非一蹴而就，2009年的择机推出也是依托了发育成熟的市场环境，可谓是瓜熟蒂落。创业板项目的破题基本可追溯到1998年民建中央提出的政协“一号提案”，当时正值亚洲金融危机，进入中国市场的外国风险投资资金正在迅速增加，本土的风险投资也在逐渐兴起，促进风险投资发展的国内外环境比较成熟，因此，风险投资体系框架“三步走”战略的提出比较适宜，为后来创业板的酝酿推出埋下了伏笔；2009年，同样受全球金融危机的困扰，但经过11年的发展，中国经济实现了跨越式飞跃，走上了健康发展之路；中小板已有5年实践，资本市场也日益成熟，基础制度建设取得不少成就。在中国经济正处在企稳回升的关键时期，创业板的推出适应了市场形势变化和市场发展要求，有助于发挥资本市场对高科技、高成长创新企业的助推功能，促进经济平稳较快发展①。因此，此时推出创业板，可谓水到渠成，也充分体现了决策层的自信。

（二）创业板的设立和发展要积极稳妥，循序渐进

在“一号提案”推出之初，成思危先生表示创业板的设立要符合客观实际，不能急于求成，当时他设想用3到5年的时间成立风险投资基金，用5到10年建立起创业板，后来的事实验证了他的预测，创业板的设立整整用了十年时间。早在1999年，很多人都呼吁要开创业板，很多没有自主产权的公司匆忙包装上市圈钱，如果那个时候推出创业板，就会把风险投资机构应该承担的风险转嫁给广大的投资者，最终也会对创业板的发展埋下诸多隐患。一年之后爆发了新经济泡沫危机，引发了全球股市一片哗然，澳大利亚、新西兰、日本等国家的创业板市场相继遭遇灭顶之灾。事实证明，没有强大

① 成思危：创业板“领航”效应将日渐显现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的经济根基和合理的制度设计，创业板就难以经受市场考验。整体来讲，中国的创业板的推出过程是循序渐进、积极稳妥的，虽几经周折，但吸取了国际经验教训，在市场准入、交易规则、配套措施等方面进行了针对性的制度设计，经过了充分酝酿。自设立之初，创业板市场运行稳健，在市场交易、资源配置等方面彰显出较强的市场活力。

（三）创业板在机制设置上要保证稳定性

对资本市场而言，稳定是发展壮大的重要保证。我国资本市场之所以在 20 年时间里实现飞速发展，总市值跃居全球靠前，一个重要原因就是通过不断完善监管制度、发审制度，加强基础性制度建设，有力保证了市场平稳运行。在推出创业板时，成思危先生认为要注意两个问题：一要注意设立一定的门槛和条件，防止鱼龙混杂；二要注意不能“一窝蜂”，从我国资本市场的发展经验来看，要不断提高上市公司质量。同时，根据“交易先于制度”的制度经济学原理，不可能等制度全部完善了以后才进行交易，可以在交易过程中不断完善制度。在创业板推出之后的 4 年时间里，深交所在探索实践中逐渐完善交易规章制度，围绕创业板市场先后出台了 17 项业务规则，逐步规范上市企业的市场交易行为，很大程度上保证了创业板的平稳运行。

总之，创业板的推出是积极稳妥、循序渐进的，遵循了“高一点、稳一点，从小到大、从高到低，逐步调整”的发展轨迹。今后，创业板的发展要坚持服务创新型创业企业的发展定位，立足客观实际，把握经济形势变化，走自己的路，不要受外来压力影响，这样才能打造中国特色的创业板。

第三节　我国创业板的运行现状

从 2009 年 10 月 30 日首批 28 家企业上市以来，到 2012 年 10 月 30 日，创业板整整运行三周年。本部分主要介绍了创业板市场三周年以来的运行状况，评价了创业板市场取得的成绩，并对创业板的发展前景做了展望。

一、创业板上市三周年运行概况

创业板上市三年来，始终保持稳步扩容的发展节奏。截至 2012 年 10 月底，创业板上市公司总数达到 355 家，市值增长至 8 530. 78 亿元，分别占深交所上市公司总数和总市值的 23% 和 12%（见表 12. 1）。创业板上市公司总股本为 600. 60 亿股，流通股本为 236. 44 亿股，平均发行价格为 29. 7 元/股。创业板上市公司 IPO 累计融资 2 310. 3 亿元，超募 1 276. 6 亿元，超募比例为 146. 3%，平均每家超募 3. 59 亿元。从创业板指数运行情况看，最高点出现在 2010 年 12 月 20 日，创下 1 239. 6 点；最低点出现在 2012 年 1 月 19 日，跌至 612. 28 点。

表 12. 1　　创业板上市三周年基本情况

	创业板推出	一周年	两周年	三周年
上市公司数量	28 家	150 家	271 家	355 家
上市公司市值	1 600 亿元	2 741 亿元	7 806 亿元	8 530 亿元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

	创业板推出	一周年	两周年	三周年
融资额	155 亿元	607 亿元	1 903 亿元	2 310 亿元
开户数	1 100 万户	1 667 万户	1 975 万户	2 144 万户

(一) 融资规模

创业板运行三年来，355 家创业板上市公司共融资 988.23 亿元，平均每家募集资金 7.37 亿元，比中小板的平均募集规模高出一倍。从 2009 年 10 月到年底两个多月的时间内，共有 36 家公司在创业板上市，募集资金 188.7 亿元，平均每家募集资金 5.24 亿元。2010 年，创业板上市企业达到了 117 家，募资资金 963.3 亿元。2011 年上市的企业有 129 家，比上年增加 12 家，但募集资金有所下降，为 797.6 亿元。而 2012 年伊始到创业板上市三周年，共有 74 家企业上市，募资 351.5 亿元（见图 12.2）。从单家企业的融资规模看，融资规模差距悬殊，最高的是碧水源，为 25.53 亿元，融资规模最小的华星创业仅有 1.97 亿元，前者融资规模是后者的 12.96 倍。在发行股本上，国联水产以首发 8 000 万股居首，处于末尾的新开源仅有 900 万股，前者发行数量为后者近 9 倍；发行股本在 3 000 万以下的公司占创业板上市公司总数的 80%。

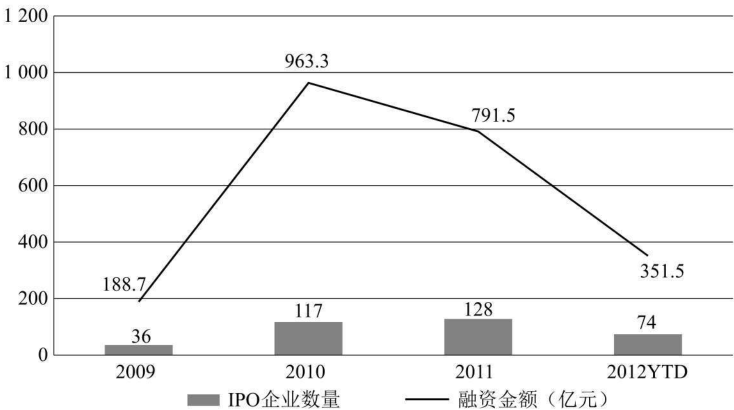


图 12.2 创业板运行三年来的 IPO 规模情况

资料来源：据 CVSource 数据整理。

(二) 上市公司地域分布

从地域分布看，355 家创业板市场上市公司主要分布在 23 个省级行政区和 1 个经济特区。IPO 企业数量排在前五的分别为北京、江苏、深圳、浙江以及广东（除深圳外）。其中，北京地区以 53 家企业位列首位，融资规模达 59.22 亿美元，分别占创业板上市公司总数和融资规模总额的 14.9% 和 17.2%，平均每家企业的融资额约为 1.12 亿美元。整体来看，东部地区上市企业较多，但地域分布不均；西部地区企业数量相对较少，IPO 企业最多的四川省也仅有 7 家企业实现创业板融资，而西藏、青海等地尚没有企业在创业板挂牌。中西部地区的潜力仍有待挖掘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）上市企业行业分布

从行业分布来看，IPO 企业共涉及 20 个一级行业，上市公司数量排名前四的行业占所有创业板上市公司数量的六成以上。其中，占比最大的机械制造行业共有上市企业 88 家，占到上市企业总量的 24. 8%；该行业的融资额度也最高，为 84. 16 亿美元，占整个创业板市场融资总额的 24. 4%。上市公司数量排名在第二到第四位的分别是 IT、电子及光电设备以及生物技术/医疗健康等行业，分别占到创业板上市公司总数的 12. 1%、11. 5%和 11. 5%。从融资规模看，医药行业的融资规模仅次于机械制造行业，为 49. 13 亿美元，占创业板融资规模总额的 14. 3%，电子及光电设备、IT 等行业的融资占比分别为 10. 9%和 9. 5%。食品 & 饮料和服装及纺织行业的 IPO 企业个数较少，各有 1 家企业在创业板挂牌交易（见表 12. 2）。

表 12. 2　　创业板上市三周年 IPO 数量行业分布

行业	上市数量	比例	融资金额（百万美元）	比例	平均融资额（百万美元）
机械制造	88	24. 8%	8 416. 06	24. 4%	95. 64
IT	43	12. 1%	3 272. 48	9. 5%	76. 1
生物技术/医疗健康	41	11. 5%	4 913. 36	14. 3%	119. 84
电子及光电设备	41	11. 5%	3 748. 99	10. 9%	91. 44
化工原料及加工	33	9. 3%	2 790. 32	8. 1%	84. 56
电信及增值服务	22	6. 2%	1 888. 34	5. 5%	85. 83
清洁技术	19	5. 4%	2 546. 13	7. 4%	134. 01
建筑/工程	8	2. 3%	813. 46	2. 4%	101. 68
农林牧渔	8	2. 3%	752. 36	2. 2%	94. 05
娱乐传媒	6	1. 7%	807. 37	2. 3%	134. 56
互联网	6	1. 7%	635. 97	1. 8%	106
汽车	6	1. 7%	364. 61	1. 1%	60. 77
半导体	5	1. 4%	722. 08	2. 1%	144. 42
能源及矿产	4	1. 1%	491. 85	1. 4%	122. 96
广播电视及数字电视	3	0. 8%	364. 11	1. 1%	121. 37
物流	3	0. 8%	150. 19	0. 4%	50. 06
连锁及零售	2	0. 6%	154. 79	0. 4%	77. 39
食品 & 饮料	1	0. 3%	66. 66	0. 2%	66. 66
纺织及服装	1	0. 3%	40. 39	0. 1%	40. 39
其他	15	4. 2%	1 505. 73	4. 4%	100. 38
合计	355	100. 0%	34 445. 25	100. 0%	97. 03

资料来源：根据清科数据库整理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（四）VC/PE 机构参与情况

创业板上市是 VC/PE 机构实现退出的重要渠道之一。三年来，共有 249 家 VC/PE 机构通过创业板市场实现 463 笔 IPO 退出，获得账面退出回报 609. 1 亿元，平均账面回报率高达 9. 15 倍。从投资时间差的区间分布看，投资事件较多地集中在上市前 1~3 年。据有关数据显示，在创业板运行一周年时，平均账面回报就达到了 9. 53 倍，因此，高额的资本回报成为机构投资者抢夺创业板 Pre-IPO 项目的重要原因。2010 年，全年 VC/PE 机构在创业板退出的平均账面投资回报达到 13. 4 倍。受到经济形势和创业板市场估值理性回归等因素影响，虽然第 3 年 IPO 的企业上市前获得了较多的 VC/PE 机构的支持，但平均账面回报要明显低于前两年。2011 年，创业板的平均账面投资回报下降至 7. 99 倍，2012 年前十个月仅为 5. 03 倍。同时，除了 IPO 退出，VC/PE 机构正在寻求多元退出渠道。比如随着新三板市场的扩容，风险投资通过并购实现退出渠道的逐步完善。

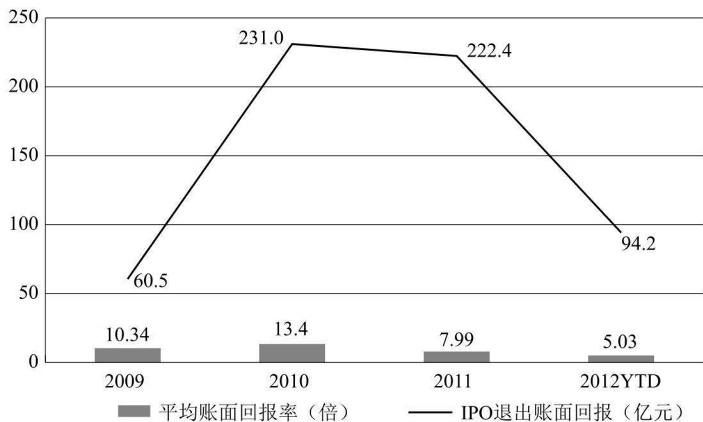


图 12. 3　创业板 VC/PE 机构 IPO 退出账面回报情况

资料来源：据 CVSource 数据库整理。

（五）创业板存在“三高”现象

创业板市场存在的高股价、高市盈率、高募集资的“三高”问题不容回避。首先，创业板市场过高的发行价格吸引了大量投资者，三年来，上市公司累计融资 2 310. 3 亿元，超募 1 276. 6 亿元，超募现象严重。这部分超额募集的资金使用不当会增加公司的运营风险，如果闲置下来则是对社会资源的浪费。另外，创业板市场一度存在市盈率过高的问题。据 Wind 统计数据显示，三年来，355 家创业板公司的平均市盈率高达 55. 79 倍，这一比例要比国外发达国家创业板市场的市盈率高出一倍。市盈率在 102. 81 倍到 150. 82 倍之间的公司有 16 家，80 倍到 99. 92 倍之间的有 35 家，处于 60 倍到 80 倍之间的有 87 家，在 30 倍以下的只有 40 家。随着市场各方对新股价格形成机制认识的不断加深，高定价频频破发，一定程度上抑制了盲目投资行为，市盈率虚高的问题得以缓解。同时，创业板“三高”问题还会引发“并发症”，比如“破发”和“高管套现”等问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（六）近来创业板 IPO 发行暂缓对创投的发展产生了一定影响

2012 年底以来，A 股市场正经历着历史上第八次 IPO 空窗期，且具体重启时间未确定。2013 年初以来，创业板公司 IPO 的发行已大幅度减缓。截至 2013 年一季度末，证监会创业板部共受理首发申请 906 家，再融资（非公开发行公司债）15 家，其中 139 家已撤回并终止审查，在审首发企业 331 家。作为风险投资的重要退出渠道之一，此次 IPO 暂停对于创投有着重大影响。据清科资本的统计数据显示，2013 年上半年，我国创投市场新募集基金 51 支，同比下降 64.3%，环比下降 53.2%；新增资本量 16.22 亿美元，同比下降 87.9%，环比下降 67.1%。募资总量跌至近五年谷底。从退出笔数和方式看，创投市场共发生 38 笔退出交易，退出笔数同比下降 70.5%，环比下降 67.5%。在这种形势下，并购退出在 2013 年上半年首次成为创投主要退出方式，共有 13 笔并购退出，占比 35.2%。其次是股权转让退出，共 9 笔，而有 VC 支持的企业通过上市退出的仅有 2 家。

二、创业板运行以来取得的成绩

近年来，我国股市发展中存在积极乐观因素：宏观经济基本面持续向好，上市公司质量有效提高，监管部门监管显著改善，投资者素质不断增强。对于创业板来说，三年来总体运行平稳，并在支持推动战略性新兴产业持续发展、促进风险资本与创业板对接、推进国家创新战略实施、加强市场制度建设、参与多层次资本市场体系构建等方面取得了积极成效。

（一）创业板推动战略性新兴产业持续发展

创业板为战略性新兴产业的发展注入新活力。一是服务创新型企业的能力不断增强。2012 年，IPO 战略性新兴产业在深交所上市的公司达到 521 家，占深交所上市公司总数的 33.88%。其中在创业板上市的公司就有 219 家，占整个创业板市场的 61.69%，而主板、中小板则分别有 83 家、219 家，占各自市场的 17.22% 和 31.24%。二是高新技术企业通过创业板融资是进入资本市场的重要途径。截至 2012 年底，905 家国家级高新技术企业在深交所上市，登陆创业板市场的 296 家，占整个创业板市场的 83.38%，而主板、中小板的高新技术企业分别有 129 家和 480 家，分别占各自市场的 27.76% 和 68.47%。

（二）初步形成了风险投资和资本市场良性互动格局

创业板启动以来，有效地推动了风险投资、私募股权投资等民间资本的发展。与主板和中小板市场相比，创业板上获得风险资本支持的企业在上市总数中占比最高，有 57.7% 的企业在上市前获得风投或私募股权机构的资金支持。有 205 家企业获得了 VC/PE 提供的 214.19 亿美元的融资，占到创业板上市融资总额的 62.2%，平均每家 VC/PE 支持的企业融资 1.04 亿美元。与之相比，同期上市的 150 家非 VC/PE 支持的企业，平均每家融资额约 0.87 亿美元，明显低于有风险资本参与的企业融资（见图 12.4）。在服务对象方面，创业板支持高新技术企业在资本市场实现直接融资，与主板市场相比，能够更多地为 IT、生物技术、清洁技术等新兴高成长企业提供融资渠道。应该说，高新技术企业、风险投资和资本市场良性互动的格局初步形成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

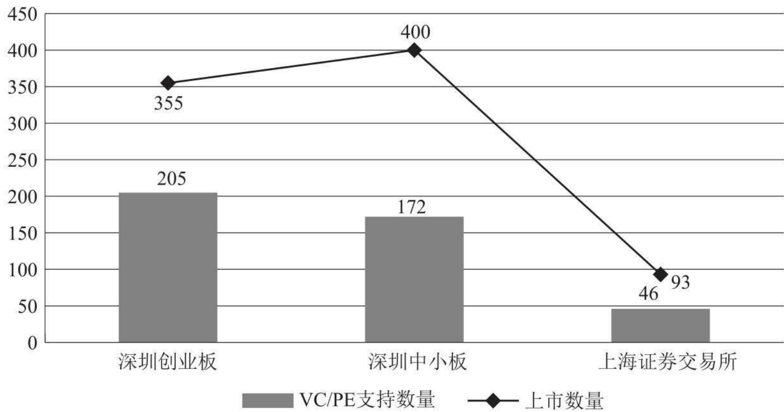


图 12.4 创业板运行三年来风投机构支持企业上市情况

资料来源：根据 CVSource 数据库整理。

（三）创业板创新型特征更加突出，部分优质企业脱颖而出

从行业分布看，创业板上市公司主要集中在新材料、新能源、电子信息技术、高端制造、生物医药等行业，并且对新兴行业和创新型企业的覆盖面不断拓宽，涌现出一批商业模式和新业态，如医疗连锁、影视传媒等，这些都是此前在 A 股市场没有出现的。到 2012 年底，高新技术占到了创业板市场的 83.38%，创新特征进一步凸显。该年创业板公司的平均研发支出收入占比也达到了 5.41%，高于深市平均水平。从盈利能力看，创业板上市公司利润构成以核心业务为主，盈利能力较强，平均毛利率达 34.54%。2012 年，有 24 家创业板公司净利润超过 2 亿元，比上年增加了 10 家。2009—2012 年，有 43 家创业板公司 3 年净利润复合增长率超过 50%，有 111 家创业板公司 3 年净利润复合增长率超过 30%，占到创业板公司总数的三成。

（四）创业板市场的制度建设不断完善

创业板在实践探索中不断完善监管制度。2012 年 5 月 1 日，创业板退市制度实施，引起业界广泛关注。该制度明确了创业板公司退市后统一平移到代办股份转让系统挂牌，丰富了创业板退市标准体系。创业板退市制度的实施，有利于遏制炒作，形成优胜劣汰的市场机制，并给予上市公司更大的业绩和经营压力，促进其提高管理水平、提升公司业绩、回报投资者。此外，为提高上市公司信息披露的有效性，深交所对年报披露中的利润分配、管理层讨论与分析以及一季度业绩预告等方面提出了明确具体的要求。随着创业板交易制度的逐步完善，资源配置效率将会进一步提高，市场运行也会更加稳健。

（五）创业板深度参与多层次资本市场构建

创业板的上市公司在企业规模、收益特点和资产特征等方面与主板市场和中小板市场具有明显差别，能够拓宽资本市场的广度和深度。主要体现在以下三个方面：第一，从各市场的营业收入规模特征看，2012 年创业板公司平均营业收入为 5.4 亿元，而主板、中小板公司平均营业收入分别为 68.81 亿元、19.41 亿元。营业收入规模呈现阶梯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性，这也反映了各个市场不同规模和阶段的企业发展特点。第二，从各市场的收益特征看，2012 年，创业板平均毛利率 34.54%，远高于主板和中小板 18.1% 和 21.52% 比例，毛利率的阶梯状分布反映了各板块行业构成的差异以及企业资产结构的不同。第三，从资产特征看，截至 2012 年底，创业板公司平均资产负债率为 23.17%，远低于主板和中小板的 64.15% 和 46.11%。相对于主板和中小板而言，创业板公司的资产负债率较低，轻资产型公司较多，股权融资对满足企业资金需求发挥着重要作用。

三、创业板发展前景展望

金融危机是一种虚拟经济危机，其背后掩藏的是实体经济危机。支持上一轮增长的科技潜力被挖掘殆尽时，经济增长动力就会枯竭。正因为此，全世界都在找寻以科技创新为内涵的新经济增长点，以可持续增长为核心的绿色经济、低碳经济应运而生，为经济成长开拓新的增长途径。我国的创业板正是诞生于这样的大背景下。创业板的推出，不仅是给那些成长性强的新兴企业提供了融资渠道，更是建立和完善了一种市场化的创新机制、赢得市场先机的利器。

从国内看，中国经济的转型势在必行。近 30 年来，我国经济创造了持续时间最长、增速最高的经济发展循环周期，实现了高速发展，但这种增长属于低劳动力成本、低技术含量的增长模式，是不可持续的。要克服金融危机对经济转型和产业升级的桎梏，实现中国经济以拉动内需为主的重大战略转型，必须充分借助创业板市场，为科技型企业建立起安全有效的资源配置体系。这一经济基本面对创业板形成了较大的市场需求，成为创业板发展的强大动力。从我国创业板的建设实践看，我们在推进创业板筹备和建设过程中，不断深化对创业板市场的特点、功能、作用和风险的认识，不断总结海外创业板市场和中国资本市场发展的经验和教训，这为我们构建符合市场一般规律、适应资本市场阶段性特征的创业板市场奠定了良好基础。

从创业板的发展前景看，美国创业板市场规模约为主板规模的 20%，亚洲国家大多为 10% 左右。如果以 10% 计算，我国目前创业板对应的市值应当约 2 万亿元；若以每个创业板公司市值 10 亿元计算，则对应于 2 000 只股票，这样看来，中国创业板市场的未来仍然存在很大发展潜力。同时，我们也应看到，创业板的发展注定不是一帆风顺的。海外创业板的历史表明，创业板市场的发展不是一帆风顺的，一定会经历大的起伏和波动，这也是虚拟经济螺旋式上升、曲折性前进的发展特点。我国发展创业板，必须遵循客观规律，将其做大做强，实现平稳发展。

按照交易经济学的衡量标准，一个成功的交易市场应具备持续的融资需求、满足持续融资的能力、较高的市场流动性和合理的退出机制，主要包括以下六个方面：公平透明的交易场所；对风险资本的合理引导；创新精神的激励机制；培养基于市场竞争的企业家精神；孕育未来领袖企业的摇篮，最终成为中国资本市场新的增长极。从战略角度看，我国的创业板需要逐渐发展成为一个具有上述功能的创业板市场。创业板市场应该成为高科技、创新型企业发展的助推器，成为落实国家自主创新战略的重要平台，为我国经济长期、健康、稳定发展提供切实有效的金融支持和服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附注 成思危先生与创业板

1998 年，成思危先生提出了创业板大“三步走”的发展思路：第一步是在现有法律框架下，成立一批风险投资公司；第二步是建立风险投资基金；第三步是建立包括创业板在内的风险投资体系。

2002 年，成思危先生提出“小三步走”的建议：第一步是把发审委已经通过的小盘股集中起来开辟一个中小企业板块，由于不降低上市条件，各方面比较容易接受，且这部分企业的数量也不太多，上市对市场的冲击不会太大；第二步是适当降低条件，逐步扩大这个板块；第三步是条件成熟时建立一个完整的、独立的创业板。

2007 年，针对中央提出的建设创新型国家的战略，成思危先生认为建设多层次资本市场的法制建设有了很大进步；中国涌现出不少有价值、高成长性的创业企业，建立创业板市场的条件已经具备，宜早不宜迟。

2008 年，对于风险投资的重点应该放在哪里这一问题，成思危先生认为在中国发展风险投资的目的绝不仅仅是提供一种直接投资的工具，更重要的是激发创新活力，实现高技术的产业化。

2009 年，创业板终成正果，成思危先生指出，现在等待创业板的企业非常多，政策对它们的要求也非常严格，这是十分必要的。而之后可以考虑逐步降低准入门槛，让更多真正有科技创新的企业能够得到金融支持。

第四节 美国纳斯达克市场

一、概述

美国的纳斯达克（National Association of Securities Dealers Automated Quotations，NASDAQ）是世界上成立最早的二板市场，也是迄今为止最引人注目，最为成功的二板市场。它创立于 1971 年 2 月 8 日，是由全美证券商协会建立并负责组织和管理的一个自动报价系统。与传统的证券交易所不同，纳斯达克没有证券交易大厅，所有交易完全通过网络化电子交易系统进行，这一方面保障了交易信息的准确和及时传输，另一方面也大大降低了交易的成本。纳斯达克制定上市标准较低，为大量中小企业融资提供了可能，被誉为“美国高新技术企业的推进器”。

纳斯达克市场的成长史，是一部电子交易技术攻关成功史。

早在纳斯达克创立以前，美国就有场外交易证券市场（OTC），即一些不能完全满足纽约证交所或美国证交所上市条件的小公司，通过电话买卖股票。

1961 年，美国国会责成美国证券交易委员会对证券市场进行调查，以改进对证券业的监管。该委员会 1963 年发表调查报告，认为场外交易市场支离破碎，建议从业者向自动化方向发展，并责成全美证券商协会予以实施。

1968 年，场外交易系统自动化工程开始启动，形成了全美证券交易商协会自动报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价系统的雏形，也就是我们今天所说的纳斯达克。

1971 年 2 月 8 日，纳斯达克开始正式自动报价运作，同时展示了 2 500 种证券双边报价的中位数。全美 50 多家做市商的电脑终端同位于康涅狄格州特兰伯尔镇的纳斯达克中央电脑大厦连接起来。在这场革命性的变革之前，交易报价是通过复印的纸张分发的。

1975 年，纳斯达克规定了上市标准，使纳斯达克的证券同其他场外交易证券分离开来。1980 年纳斯达克耗资 2 200 万美元，用以提高电脑速度和存储记忆容量，开始展示市场的最佳招标与投标价。

1982 年，纳斯达克上市公司中的一批顶尖级公司按照更高的上市标准组成纳斯达克全美市场体系，另外 2 000 多家小公司组成纳斯达克小市场体系。1984 年纳斯达克引入 1 000 股以内定单交割的小额订单电子交割系统。

1986 年，纳斯达克耗资 1 730 万美元，在马里兰州的罗克维尔市建成纳斯达克业务中心，它成为中央电脑大厦的备用单位，确保电子交易分秒不停。1988 年，建成高级计算交割系统，使得多项订单能自动交割。1989 年，开始提供自动确认交易服务，为当天通过电话谈成的交易提供对照数据，减少了交易风险。1990 年，场外交易报告板设立，向投资者提供未在全国性股市上市的公司股票信息。1990 年，网上谈判交割服务问世，容量大大超过小额订单交割系统。1991 年，横跨大西洋的纳斯达克国际服务开通。

1997 年，纳斯达克推行了新的指令处理规则，该规则要求顾客的有限制指令也要在做市商和无中介电子交易的报价中显示，改变了以往纳斯达克的交易活动一直是由报价驱动，做市商通过显示报价争夺投资者的指令。因此，可以说现在的纳斯达克是由报价和指令共同驱动的，它已经发展成了一个混合市场。

1998 年 10 月 30 日，纳斯达克同美国证券交易所合并，组成了 NASDAQ-AMEX 市场集团，但两家市场仍独立运作。纳斯达克将帮助美国证交所提高电子交易技术。

1999 年，纳斯达克同欧亚等地的股市签订了一系列协议，力争使纳斯达克成为第一个名副其实的全球性证券市场。其中包括：建立纳斯达克欧洲市场，使欧洲投资者得到同美国人一样购买纳斯达克股票的机会；以纳斯达克为样板，在日本大阪建立纳斯达克日本交易市场，吸纳日本投资；在中国上海设立纳斯达克办事处；同香港联交所呼唤股市监管信息，为纳斯达克上市公司在中国香港上市创造条件。

纳斯达克鼓励中小企业到纳斯达克上市，口号是公司部分大小，只要公开、诚实就行。公司再大，对投资者不诚实的一概拒之门外。纳斯达克把企业家及其创新成果和风险投资家有机地结合起来。经由投资银行背书的创新者先向风险基金或风险投资家筹集资金，经营一段时间后，让成功企业的原始股通过 IPO 上市。一般来说，这些股票能得到高额回报，足以补偿风险投资者在其他投资上的损失。这样一来，一个创新科技、风险投资的纳斯达克市场连动获利、彼此促进的资金流动和效益增长方式就出现了。20 世纪 90 年代，美国通过风险基金和原始股上市等途径进行的风险投资每年都在 450 亿~650 亿美元，其中纳斯达克吸纳的约占半数。

纳斯达克在 30 多年的时间里发展成了一个上市公司总数和成长速度超过纽约证交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所的股票市场，其成交额和总市值等指标也与纽约证交所不相上下。目前，在纳斯达克市场上市的企业共有 5 500 家左右，其中纳斯达克全国市场有 3 900 多家，纳斯达克小型资本市场共有 1 400 多家。这 5 500 家上市股份大致可分为工业股（3 100 家）、其他金融股（620 家）、计算机股（560 家）、银行股（360 家）、通信股（150 家）、生化股（100 家）、保险股（100 家）、运输股（90 家）八大类。这八大类企业中，有 80% 的公司与高科技产业有关，这就是为什么纳斯达克指数代表了高科技的领先指针。

二、特点

第一，以技术股为主的市场定位。纳斯达克成立之初，就定位于培育高新技术企业，从一开始就认识到高新技术经济领域中的快速成长型企业首先应将精力集中于增长，集中于市场占有率，而非集中于利润率，因此，纳斯达克市场在上市要求、交易制度、监管准则等规则的设计上不同于其他证券市场，它迎合了处于成长期的高新技术企业的需求，使这些企业在纳斯达克市场上如鱼得水，得到了非同寻常的发展。

第二，入市门槛低，挂牌条件灵活、宽松。纳斯达克允许企业在起初没有利润的情况下挂牌售股，为高风险而且常常没有赢利的技术公司提供融资渠道。纳斯达克分为全国市场和小型资本市场，全国市场有 3 套上市标准，小资本市场有 2 套上市标准，这些灵活的标准，适应了中小企业的特点，使大量技术公司成功地募集了资金。

第三，初次发行市盈率高、筹资量大。纳斯达克市场首次发行评价市盈率在 70 倍左右，比纽约证券市场交易所高出 50%。因此，在纳斯达克市场上市能筹集到更多资金。

第四，市场的流通性好、交易活跃。做市商是纳斯达克的独特产物，是其交易制度的核心。在纳斯达克，做市商进行双向报价，投资者的买进和卖出订单不直接匹配，所有的投资者均与做市商进行交易。做市商通过报出买卖价格，在既定的报价下买入和卖出，维持某个证券交易的连续性，在谋取自身利益时，减少了市场价格的波动，从而有利于市场的稳定。由于这一特点，使得纳斯达克吸引了大量外国公司前来上市，也吸引了大量的投资者进入，从而使得股票的流动性得到了极大的加强。

第五，严格的退出机制。纳斯达克由严格的上市公司信息披露、市场监管以及摘牌标准，由于坚持严格的继续上市标准和公司治理标准，因此，被逐出市场的上市公司不少。纳斯达克留强汰劣，保证了上市公司的质量，也给许多公司增加了压力，同时，上市股票的这种高度流动性，也促进了美国产业的新陈代谢。

第六，先进的交易系统和完善的市场服务。纳斯达克本身就是高新技术的产物，它不断更新其交易系统，为交易提供一流设备，以保证市场公平，提高市场的效率，这其中，包括 1980 年的小额报价系统（SOES）和 1999 年诞生的最优市场（OptiMark）交易系统。

三、市场结构

纳斯达克股票市场由两个独立的股票市场组成。

一是全国市场（The NASDAQ National Market）。在全国市场上市的企业都是一些大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

型企业，包括众多世界知名企业，例如微软、德尔、康柏等等，它们的股票交易非常活跃。全国市场提供有 3 900 多种股票，想要在全国市场上市的公司必须达到严格的财务、资本和管理方面的标准。

二是小型资本市场（The NASDAQ Small Cap Market）。小型资本市场主要为一些新兴的成长型企业服务，一共有 1 400 多种股票在此交易，上市标准中的财务标准比全国市场低，但管理标准与全国市场一样。当这些公司进入稳定成长期后，一般都会转移到全国市场上继续交易。

四、做市商制度

做市商制度是纳斯达克市场的核心之一，也是纳斯达克不同于其他交易所的区别所在。所谓做市商（Market Maker）是指在证券市场上具备一定实力和信誉的证券经营法人，这些机构不断向交易者报出某些特定证券买入价和卖出价，并在所报价位上接受公众买卖要求，保证及时成交，通过这样的连续买卖，来维持市场必要的流动性。做市商是活跃在二级市场上的主要力量。

券商在做市之前通常需要垫入一笔资金，买进一定数量的某种证券，从而为该种证券做市做准备。然后，券商面对众多投资者，连续报出该证券的买入价格和卖出价格，投资者可根据券商的报价向它买入或卖出一定数量的该证券。在券商退出的双向报价中，买入价低于卖出价的差额，是券商收益的主要来源。做市商用自己的资金为卖而买，为买而卖，通过自己联系了证券买卖双方，也活跃了证券市场。

（一）做市商制度的特点

（1）所有客户订单都必须通过做市商自己的账户买进卖出，客户订单之间不直接进行交易。

（2）做市商必须在看到订单前报出买卖价格，而投资人在看到报价后才下订单，因此做市商制也被称作报价驱动交易制度。

（二）做市商的职责

在注册成为纳斯达克的做市商后，做市商要承担以下职责。

（1）保持详细的交易记录并坚持财务责任标准。

（2）发布有效的买、卖两种报价，竞争投资者者的委托单。同时，做市商的报价必须和市场价格一致，买卖价差必须保持在规定的最大限额之内。

（3）在交易完成后 90 秒钟内报告有关交易情况，并向公众公布。

（4）保持存货，不间断地为买卖两方面做市，做市商必须随时准备用自己的账户买卖所负责的股票。

（5）做市商必须恪守自己的报价，必须在它的报价下执行股票的买卖委托单。

（6）提高投资者交易的积极性。

美国证券监督管理委员会对做市商股票报价也作了两项规定，第一个规定是禁止做市商“锁定”或“交叉”市场，当做市商的买方报价等于另一个做市商的卖方报价时，被称为“锁定”；当做市商的买方报价高于另一个做市商的卖方报价时，被称为“交叉”。因此，多个做市商的最高买价必须低于最低的卖方报价。第二个规定要求在报价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，做市商自己的价格必须是内部交易市场（在做市商之间，有一个内部的交易市场，在这个市场上，做市商互相买进卖出，价格通常与他们在纳斯达克公开市场上的报价不同，这就可以利用两个市场的差价获取利润）的最优价格。这两个规定的实施，提高了市场的透明度，杜绝了市场操纵行为，保护了散户投资者的利益。

（三）做市商的功能

（1）提供流动性。在新兴市场里，由于暂时缺乏参与者，市场的流动性非常有限，这就严重制约了市场的发展。有了做市商，他们承担做市所需的资金，就可以随时应付任何买卖，活跃市场。买卖双方不必等到对方出现，只要由做市商出面，承担另一方的责任，交易就可以进行。因此做市商制度保证了市场进行不间断的交易活动，即使市场处于低谷也是一样。做市商的双边报价为会员提供了充足的流动性，从而促进了更多的会员通过该市场平盘，为新生的市场提供了更高的流动性。

（2）稳定市场。做市商有责任在价格暴涨暴跌时参与做市，从而有利于遏制过度投机，起到市场“稳定器”的作用。此外，做市商之间的竞争也在很大程度上保证了市场的稳定。而且，在多家做市商做市的情况下，市场的信息不对称问题会得到很大的缓解，个别的机构投资者很难通过操纵市场来牟取暴利，市场的投机性大大减少，并减少了传统交易方式中所谓的庄家暗中操纵股价的现象。一个市场的长远均衡，必须由供给和需求相互作用，才能最终达到均衡价格。做市商在市场暂时失衡时，可以提供有限的流动性，以减缓市场价格的波动。

（3）价格发现。做市商作为市场的长期参与者，每日在市场中积极报价，因此也较有可能较早在盘口中得到一些信息。做市商所报的价格是在综合分析市场所有参与者的信息以衡量自身分析的收益的基础上形成的，投资者在报价基础上进行决策，并反过来影响做市商的报价，从而促使证券价格逐步靠拢其实际价值。做市商调整报价，通过一定的做市交易引导市场价格走向，并且能够缩短这种调整的时间，增加市场效率。如果某一做市商的报价距其他竞争对手差别太大，其交易量必将受到影响，最终会被淘汰出局。在这一过程中，做市商实现了其价格发现的功能。

纳斯达克市场要求在其上市的每一个公司必须至少有 2 名做市商。一些规模较大、交易较为活跃的股票的做市商往往达到 40~45 家，微软公司最多时达到 52 家。2001 年 12 月纳斯达克全国市场的股票平均有做市商 16. 8 家。在有做市商的情况下，证券的买卖双方都无须等到对方的出现才能交易，可以直接与做市商进行证券买卖，从而保持了市场的活跃。众多做市商的存在及其竞争，有利于确定公平的交易价格，保证了市场的深度与交易的连续性，也使得证券交易更具透明度。而且，对于一些存续时间短、公众认知度低、毫无经营业绩的上市创业公司，如果没有知名的投资银行来充当做市商，很难获得众多散户投资者的参与投资。做市商制度是纳斯达克成功的主要因素，也扩大了纳斯达克的影响力。

五、上市标准

第一，纳斯达克全国市场经营性公司（有赢利公司）的上市要求为：① 净有形资产达到 600 万美元。② 税前收入达到 100 万美元。③ 公众流通股不少于 110 万股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

④ 公众流通股市值不低于 800 万美元。⑤ 至少有 400 个股东。⑥ 卖方报价不低于 5 美元。⑦ 至少有 3 个做市商。

第二，纳斯达克全国市场对尚未赢利但具有发展潜力的公司的上市要求有两个标准。标准之一是：① 净有形资产达到 1 800 万美元。② 公众流通股不少于 110 万股。③ 公众流通股市值不低于 1 800 万美元。④ 卖方报价不低于 5 美元。⑤ 至少有 3 个做市商。⑥ 至少有 400 万个股东。⑦ 至少有 2 年营运历史。标准之二是：① 总市值 7 500 万美元，或在最近结束的一个财政年度中，或在最近结束的三个财政年度中的两个的总资产和总收入分别为 7 500 万美元。② 公众流通股不少于 110 万股。③ 公众流通股市值不低于 2 000 万美元。④ 卖方报价不低于 5 美元。⑤ 至少有 4 个做市商。⑥ 至少有 400 个股东。

第三，纳斯达克小型资本市场对公司上市的最低要求为：① 净有形资产不少于 400 万美元，或者总市值达到 5 000 万美元，或者净收入（最近结束的 1 个财政年度中或在最近结束的 3 个财政年度中的 2 个）达到 75 万美元。② 300 名以上的股东（持股 100 股或 100 股以上）。③ 公众流通股不少于 100 万股。④ 公众流通股市值达到 800 万美元。⑤ 卖方报价不低于 4 美元。⑥ 有 1 年以上的经营历史或者公司总市值 5 000 万美元以上。⑦ 有 3 个做市商。

六、市场监管

全美证券商协会是根据 1934 年的证券交易法成立的，它在美国证券交易委员会监督下工作。为了实行有效的监管，1996 年成立了纳斯达克监管公司，承担全美证券商协会的主要职能，扮演证券业主要监管人的角色，对纳斯达克和其他的场外交易进行监管。全美证券商协会通过纳斯达克监管公司制定的规章和措施，对成员的经济活动进行审查、设计和提供市场服务。

纳斯达克注重“预防性监管”，把可能出现的违规、违纪行为扼杀在摇篮中。公司首先找出问题，及时向其成员指出，在违规违纪苗头没有形成重大问题之前，向成员发出警告。纳斯达克从培训和监督两个方面来培育健康有序的市场，为投资者持续进场和资金持续流动创造有利条件。

纳斯达克要求所有经纪人的行为符合市场规范和道德标准。每个初上岗的经纪人都必须具有必要的知识、技能和足够的营业资金。监管公司对从业人员履行严格的登记手续，经常进行教育和测试，对证券公司实行网上考试，确认这些公司和个人的行为符合联邦证券法和其他法律法规。

监管公司还同政府机构和行业组织合作，解决投资者、上市公司和证券公司遇到的问题。此外，监管公司还对投资者和经纪人之间的纠纷进行仲裁和调解，并就证券公司及其销售人员的背景情况向投资者提供电话咨询。对于商业纠纷，纳斯达克尽量采取速度快和花钱少的众筹等调解手段予以解决，以免当事人向法庭进行不必要的起诉，费时、费钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五节　欧洲创业板市场

美国纳斯达克市场在吸引高成长性企业和高科技企业方面的成功，以及电子交易网络的飞速发展给世界各国和地区已有的证券交易所带来了威胁，欧洲各国推出了多项发展计划，相继建立了多个服务于新型中小企业的股票市场。其中，1995 年 6 月英国伦敦证券交易所成立的专门为中小企业提供融资服务的另类投资市场（AIM）取得了骄人的成绩，吸引了 2 000 多家企业发行上市。欧洲还有两个地区性的欧洲市场：欧盟的 EASDAQ 市场和欧洲新市场（Euro-NM）。下面分别对这些市场进行介绍。

一、欧洲证券经纪商会自动报价系统

为协调欧洲金融市场，解决欧洲高速成长公司股权融资渠道匮乏的问题，欧洲创业资本协会（EVCA）在 1994 年初提议模仿美国 NASDAS，成立欧洲股票市场即 EASDAQ。EASDAQ 的目标是发展成一个高度监管的欧洲股票市场，它将是一个流动、高效和公平的市场，通过该市场，那些有着国际化目标的高速成长型公司能够从投资者手中筹集资金。EASDAQ 成立后，正如欧洲创业投资协会所期望的那样，对欧洲企业投资的发展起到了极大的推动作用。

EASDAQ 市场是覆盖整个欧洲大陆的第一个专门服务于高成长、小型企业的独立的股票市场，上市公司行业多为软件行业、信息技术行业、电信业、生物工程以及医药行业。其总部设在布鲁塞尔，但业务面向全欧洲。EASDAQ 是由来自 12 个国家（其中 9 个欧共体成员国）的 90 多个金融机构所拥有的。它于 1996 年 9 月 30 日正式开始交易，到 2000 年 8 月 25 日，上市公司家数为 97 家，市场总值 509 亿欧元。EASDAQ 的交易规则和交易系统是 NASDAQ 的欧洲版本，它在报告制度、市场透明度、公司治理和市场责任等方面都是参照美国的规则。

EASDAQ 的上市要求是：① 最低总资产 350 万欧元，净资产最少 200 万欧元；② 可流通股最低为 10 万股，占总股份的 20% 以上；③ 进入 EASDAQ 市场交易时，必须有一个上市推荐人；④ 进入 EASDAQ 市场交易时，必须由两个做市商，上市推荐人也可充当做市商；⑤ 公司上市后股东不得少于 100 个；⑥ 首次上市的公司董事的股份在上市后 6 个月内不得卖出，除非经过特许；⑦ 上市说明书至少有一份用英文书写；⑧ 财务报告须符合国际公认的会计准则或发行者所在地的会计准则；⑨ 公司能按 EASDAQ 的要求提供季度报告。

为了吸引上市公司，EASDAQ 提供许多便利条件。由于 EASDAQ 是个泛欧洲的市场，庞大的投资银行和证券商数量使公司股票在欧洲范围内上市，使公司的融资来源多源化；统一的入市和交易规则，使市场维持在最佳透明状态和良好的安全水平之上；EASDAQ 在欧洲主要金融报刊和大部分国际电子网络上公布公司信息，提高了上市公司知名度，同时 EASDAQ 网站随时提供市场行情，使投资者及时了解公司情况；EASDAQ 允许已在欧洲、美国、以色列等国上市的公司在 EASDAQ 上市，其中包括雅虎、微软、戴尔、英特尔等国际大公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、伦敦另类市场

（一）概述

已有300余年历史的伦敦证券交易所是世界挂牌上市公司最多的证券市场。1995年6月，伦敦证券交易所成立的另类投资市场（Alternative Investment Market，AIM）是继美国纳斯达克市场之后在欧洲成立的第一家创业板市场。开业10年来，先后超过2 000家公司在AIM上市（其中包括212家国外公司），融资总金额达190亿英镑。AIM在过去的几年里取得了飞速发展。2003年只有750家公司在AIM进行交易；然而，到了2005年7月，在AIM上市交易的公司数量已经超过1 260家。2004年公司通过AIM市场融资46亿英镑，与两年前的年融资额20亿英镑相比，发行商和融资额都在快速持续增长。2005年，随着58家新的国外公司的加入，在AIM上市交易的海外公司已达到166家，并且分别来自世界17个国家。

AIM是伦敦证券交易所向新创建的小企业提供融资服务的金融市场。无论是高科技公司，还是传统的制造行业，抑或是第三产业的服务公司，均可在该市场挂牌上市。目前在AIM上市的公司门类已经十分齐全，但技术类公司仍占主导地位。AIM市场对上市公司的资金实力、企业规模、经营历史、企业业绩以及投资者拥有股份的比例均无任何要求。此外，AIM虽然附属于伦敦交易所，但它是由交易所内AIM自身的管理队伍管理。AIM有独立的运作规则，而交易所则提供基础设施，以使市场规则与市场运作富有效率。在交易制度上，AIM采用做市商和竞价相结合的机制。另外，AIM为升级市场模式的代表，有其本质的特征：在AIM上市的企业发展到一定程度时，可转移到主板市场上市，而不需要再次提交全部的细节情况。

（二）市场运作与监管

虽然AIM对意欲在该市场上市的公司不带任何入市条件，市场监管相对于主板市场要严格，为确保上市公司能及时有效筹措资金，在市场的检验中体现其价值，并通过股票的挂牌上市来强化企业声誉，提高企业的公众形象，它要求上市公司在挂牌上市前须确定或指派熟悉证券业务的顾问，由顾问来协助公司办理加入创业板市场的程序并履行AIM对上市公司的有关要求。

被委派和指定的顾问首先要对他为之服务的公司是否适宜加入AIM做到心中有数。顾问一经确定，他须按市场规则对上市公司董事会成员进行有关责任和义务的指导。此外，如同委派和确定顾问一样，上市公司还须委派和确定进行证券交易的经纪人，该经纪人必须是伦敦证券交易所的成员。当然，如有需要和可能，公司可委派同一人既做公司的顾问，又身兼经纪人。

公司顾问和经纪人一旦受命，就成了向公司和投资者提供市场信息的中心人物。他们不仅向投资者提供市场行情和对上市公司证券的需求情况，还兼有帮助确保投资者利益的责任。

上市公司顾问和经纪人被认为是最能体现企业价值的关键人物。为防止受委派的顾问或经纪人突然辞职而给公司的运作带来冲击，上市公司对顾问和经纪人的辞职意向和离职的期限须作明文规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

AIM 的交易采用撮合竞价制，买卖双方可以通过交易中心系统撮合各自的报单。允许一个或多个做市商在那里显示报价，以争取客户的订单。

为确保二板市场证券交易的公正、公平和投资者利益，上市公司除了须遵循 1995 年英国监管当局颁布的证券公职人员法规，还须符合 AIM 制定的约束包括公司董事会成员在内的股份拥有者的标准法规。例如，该法规明文规定，董事会成员在发表公司年度报告前两个月不能参与本公司股票的交易活动；如上市公司的主体业务经营不到两年，公司董事和拥有 1% 以上股份的职工从股票挂牌上市之日起 1 年内不得出售其股权。金融专家认为，AIM 把上述约束措施扩大到上市公司董事会成员，将大大增强投资者对持有该市场公司股份的信心。

AIM 对那些不符合规定的公司设立了一系列的制裁措施，主要的方式有私下警告、公开暂停交易乃至停止其股票交易。AIM 还要求上市公司必须及时向投资者公布以下信息：公司高层人士和与公司相关的个人持有的股份发生变更；公司领导层离开或新加入董事会；经 AIM 允许后再次增发新股等。

为了使投资者对上市公司的财务状况包括资产和债务、赢利和亏损以及发行股票的前景和投资者的权益等有一个概况的了解，拟上市公司在向 AIM 提出上市申请时，须提交一份招股说明书及董事会全体人员过去 5 年在公司的履职报告，内容包括尚未履行的法院判决，破产和遭清算情况以及受公众和监管机构的抨击等。专家们认为，鼓励上市公司敢于公布“劣迹”的做法，不仅无损于公司的形象，反而会增加投资者对董事会的信任。

由于与一些主要的创业板市场相比，AIM 的上市条件更低一些，从某种意义上说，它带有典型的第三层次市场的特征，与美国的场外交易市场更为接近一些。AIM 主要是为职业性或富有经验的投资者设计的，这些投资者对市场极为熟悉，非常适合那些专注于较小公司的基金进行投资。

三、欧洲新市场

欧洲新市场（European New Market，Euro-NM）成立于 1996 年 3 月 1 日，是由德国、法国、比利时、荷兰四个国家证券交易所的新市场所组成的网络市场。该市场是通过联合若干已经存在的小盘市场的交易系统而形成，其会员市场达成最低运作标准，具有实时的市场行情，承认彼此的会员资格。Euro-NM 是一个欧洲经济利益共同体市场，它的目标是通过政策法规一体化、商业技术活动的一体化和市场的共同化来促进欧洲各市场的协作，实现扩大市场的目的。创立欧洲新市场的宗旨，是为具有创新精神的高成长的中小企业提供融资机会，并为投资者提供买卖这些股票的交易场所。作为联合这些会员的网络，欧洲新市场为成员国高成长的中小企业提供了融资窗口，使他们能够接触到欧洲甚至更广泛范围的投资者。德国的新市场（Neuer Market）和法国的新市场（Le Nouveau Marche）是其最重要的组成部分。

（一）德国的新市场

德国的新市场（Neuer Market）是位于法兰克福的德国证券交易所开设的新市场。1997 年 3 月 10 日，德国交易所股份有限公司设立的证券主板市场之外的创业板市场——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

德国新市场（Neuer Market）正式启动，它主要针对那些营业额和赢利均可望超平均增长水平的新经济类企业。新市场给投资者和新经济类企业提供了新的机会，为德国经济发展做出了很大贡献。新市场一诞生，就因其对新经济的巨大推动作用而备受关注。随着越来越多的投资者的参与和越来越多的企业在新市场上市，新市场股票指数步步走高。

德国的新市场作为法兰克福证券交易所的一个新交易场所出行，除了有创业板市场的通用特点外，还具有以下特征。

（1）特殊的信息服务。德国的新市场运行的准则是提供高效信息和保持公正与透明度。提供高效信息的基础是所有股票实行电子交易。德国交易所股份有限公司推出一个叫“财特拉（Xetra）系统”的电子交易系统，它将所有的股票买卖单子自动集中到交易中心进行买卖，使市场参与者得到了进入交易的平等权利，这个市场是标准的，但又是灵活的。同时，还提供英文和德文两种语言的信息服务。保持公正与透明度的基础是对股票价格的形成进行监控，这是德国的新市场高质量的体现。交易所的监事会官员和交易监督机构监视着新市场的价格状况，保证交易参与者机会均等，保证价格透明，以取得投资者的信任。

（2）有保证投资者利益的“经济担保”措施。所谓保证投资者利益的“经济担保”措施，是指为在新市场上市的公司发行股票的机构（投资银行或者经纪人公司）必须承担类似“经济担保”的义务，也就是说，必须保证在市面上流通的股票交易量，拥有足够的流动资金，以使投资者放心大胆地将股票买进和卖出。这种做法可以避免价格的暴跌以及因此而可能引起的市面上流动资金的不足。如果德国交易所发现负有担保义务的机构不能保证足够的流动资金，就会撤销发行商在新市场发行股票的资格。

（3）公众参与程度高。股市的健全需要公众的积极参与。德国股民近年来呈上升态势，股民人数达到了总人口的 10%，而新市场已成为德国股民投资的热点。

德国的新市场（Neuer Market）的上市条件是：① 新股价值至少 500 万欧元；② 上市流通的股票至少 20%（建议 25%），目的是为了保证股票的广泛传播以及有足够的流动资金；③ 两家以上的发行商对股票交易负责，它们还要负责保证足够的交易流动资金，并在新股发行后负责与投资者的关系；④ 根据国际标准制定新股价格；⑤ 新股向公众发行 6 个月后，以前发行的股份方可出让；⑥ 接受兼并准则；⑦ 新股可以超过资本的 50%；⑧ 德语和英语并重，向公众提供信息。

新市场上的企业必须承担以下重要义务：年度结束后最迟 3 个月公布年度报表；报表结算根据国际标准；公开监事会和董事会拥有的股票的份额；季度结束后最迟两个月公开季度报告。

德国证券交易所提供广泛的信息服务，使公众更易于获取企业信息。这些信息服务内容包括：显示新市场以及上市企业的情况，分析投资者的活动，投资计算，举办国内外会议，开展新市场以及欧洲市场的信息活动，加强新闻工作，通过因特网对企业数据和信息进行传播等。新市场不仅可以改善企业的资本结构，而且可以提高他们在国内和国际上的知名度；而投资者可以廉价地了解新市场上企业的信息，比较仔细地分析机会与风险，不必对此付出高昂的信息费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）法国的新市场

法国的新市场（Le Noveau Marche）是法国证券交易所开设的新市场，设立于1996年2月14日，同年3月20日开始交易。该市场正努力成为全欧洲的市场。为了实现这一目标，该市场已与布鲁塞尔和阿姆斯特丹等城市的小盘股市场连接，形成了欧洲新市场（Euro-NM）。

新市场的建立，为新生的高成长企业的发展带来了机遇。1996年3月20日，新市场开始正式运作。当年就有18家公司（其中2家外国公司）在该市场上市交易，共筹集资金2.36亿欧元。到2000年4月30日，在巴黎新市场上市的公司已达123家，其中7家为外国公司，累计融资22.65亿欧元。在这些企业中，有57家为信息技术类，7家涉及生命科学领域，23家属于新工业部门，另有36家从事商业或服务业。

法国的新市场的目标公司明确为以下四类：① 已有融资计划的新生企业；② 不断创新的高新技术企业；③ 具有高成长潜力的私人业主企业；④ 意欲跨上一个新的成长台阶的大发展中的企业。

法国的新市场较主板市场宽松、灵活，新生企业只需符合以下标准即可申请上市：① 上市前至少拥有150万欧元的自由资金；② 面向公众融资不少于500万欧元；③ 向公众发售的股份最少为10万股；④ 必须将所融资资金的50%用于公司增值；⑤ 公众持有的资本不得低于资本总额的20%；⑥ 企业领导人作为股东，承诺在上市后1年内保留他们所持有的其余80%的股份。

巴黎新市场是一个国际性的股票市场，不仅面向法国企业，而且无论哪个国家和地区的企业，只要符合上市标准，均可在这一市场上市。这种国际性对巴黎新市场的成功起到了积极的作用。

目标公司在申请上市时，必须提出一项可信且结构明确的发展计划，该计划可涉及出口或商务的开拓，生产能力的提高，研究与开发投资，经营多样化等等。公司在上市后也要承担一定的义务，主要是定期向市场公布有关信息，包括年底账目和年度报告，半年度经营业绩，季度营业额以及在因特网的新市场网站上发布法定信息和新闻公报。

第六节 亚洲创业板市场

第二次世界大战以后，由于日本证券交易所关闭，导致原来上市的大部分品种只能进行场外交易，促进了场外交易和柜台市场的形成，作为创业板市场的初级形式，柜台市场在日本有了很大的发展。美国经济的持续繁荣和纳斯达克市场在培育高科技企业方面的示范效应，使得亚洲各国都把发展高新技术企业作为一个新的经济增长点。在这种背景下，亚洲许多国家或地区也纷纷建立了自己的创业板市场。下面将选择几个较有影响的创业板市场予以介绍。

一、香港创业板市场

（一）概述

香港联交所1986年就提出在香港设立第二版市场的构想，希望为一些规模较小，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

未能合乎主板市场上市要求，但增长较快的公司提供上市集资机会，使其能继续发展业务。但此外十年均因故未有进展。1997 年，联交所成立专责小组，对其可行性进行研究，并将“第二版”改称为“创业板”，旨在表明该市场与原有市场地位相同，无主次之分。1998 年 5 月，联交所着手设立创业板的模式，9 月，联交所理事会正式通过了设立以高科技公司为上市对象的创业板交易市场的决议，该决议随后得到了香港证监会和立法局的支持。12 月，联交所理事会正式通过了创业板市场的初步上市要求，计划在 1999 年第四季度开始运作，首批推荐 20~30 家高素质公司上市。1999 年 3 月底，联交所将拟定的创业板上市规则递交香港证监会审议。1999 年 11 月 15 日香港创业板正式建立，并于 11 月 25 日开始挂牌。至此，经过 13 年不懈探索和努力，香港创业板市场的构想终于付诸实施。2000 年 3 月 20 日，联交所推出创业板指数，以 3 月 17 日收市价为 1 000 点起计，为投资者提供了评估创业板市场走势的指针。

香港创业板市场（HXGEM）是香港联合交易所有限公司经营的主板市场以外的另一个完全独立的新的股票市场，与主板市场具有同等的地位，不是一个低于主板或与之配套的市场，在上市条件、交易方式、监管方法和内容方面都与主板市场有很大的差别。香港创业板市场的宗旨是为新兴的有增长潜力的企业提供一个筹集资金的渠道。创业板并未规定有关公司必定要有赢利记录才能上市。创业板接纳各行业中具有增长潜力的公司上市，规模大小均可。其中，科技行业的公司是优先考虑的对象。由于在创业板上市的公司表现好坏存在着极大的不确定因素，风险较大，创业板的规则、要求和设施是为满足那些有兴趣投资于增长型公司的专业投资者和充分了解市场的投资者的需要而设定的。

（二）主要特点

（1）与主板市场地位相同，拥有独立的全面管理系统和上市规则。挑选上市的对象主要是中国大陆和港台地区需要筹资扩张且有成长潜质的中小型公司，上市申请程序简单、快捷。

（2）与主板市场最大的不同在于，申请在主板上市的公司要有 3 年的赢利记录，而在二板市场上市不需要有赢利记录，甚至可以是亏损企业，但需要有 2 年的活跃记录，公司的业务必须单一，管理较好。

（3）采用附属市场模式，在交易所内主板交易市场外开辟独立的交易板面，交易系统以公告形式显示交易情况，与主板市场的上市标准不同，香港创业板市场拥有独立的运作权限和管理体系。

（4）只接受股本证券和熟悉投资技巧的投资者，接受公司的注册地区为所有合法地区，结算及交收由中央结算系统完成。

（5）被视为以信息披露为重的市场，对上市公司信息披露的要求比较严格，披露是该二板市场的精髓。中介结构对公司资料的真实性负责，联交所将提供创业板的独立网页，作为市场参考者的主要信息交流渠道。

（6）创业板的基本监管方针是保护投资者利益，确保市场规范运行。监管制度的最终目标是确保市场使用者、投资者、发行人和中介机构等参与者的利益。保荐人、联交所和证监会负责对创业板的监管，遵循“买者自负”原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）上市要求

（1）基本要求

① 公司必须于下列其中一个地方注册：中国、中国香港、百慕大及开曼群岛。

② 公司必须有明确的主营业务，但允许一些支持主营业务的相关业务，不允许综合、投资及信托投资公司上市。换句话说，把不相关的业务捆在一起的公司不适合上市。

③ 上市公司资产无最低规模限制，市值不低于4 610万港元即可；最低公司持股量市值在3 000万港元，占已发行股本不少于20%；公众股东数目不少于100名，管理层股东和大股东需持有股本35%或以上。

④ 公司在上市前24年月，必须在基本相同的专有权及管理下运作。

⑤ 公司必须委托保荐人，以协助它的上市申请，审阅所有有关的文件及确保公司做出适当的披露。

（2）业务披露要求

公司必须披露其上市前两年的活动业务记录及其上市后两个完整财务年度的业务目标，清楚地说明公司在每一项主要业务活动中的业务方向及目标。

（3）财务要求

① 没有最低盈利要求。

② 公司可自行决定是否做出赢利预测。

③ 申报会计师须提供公司上市前至少2年的财务报告。

（4）公司治理要求：

① 委任董事，而该董事具备适宜担任一家上市公司董事的个性及诚信，并能证明其具备足够的才干胜任该职务。

② 委任至少两名独立非执行董事。

③ 聘任一名全职资格会计师监督财务、会计及内部监控的事宜。

④ 指定一名执行董事为监事会主席，以促使公司及其董事遵守创业板上市规则；成立公司审核委员会，审查年度、季度及半年度财务报告及内部监控程序。

（四）上市费用

香港创业板首次上市的成本主要包括：

（1）专业费用。包括保荐人费用，公司法律顾问费用，保荐人法律顾问费用，申报会计师费用，物业估值费用，公关服务顾问费用。

（2）印刷方面的成本。包括招股章程、申请表格、股票及其他印刷费、翻译费。

（3）市场推广支出。

（4）其他费用。包括股票过户登记处费用、收款银行费用、包销商佣金（如适用）、首次上市费、交易征费（除首次上市费及交易征费外），上述所有其他费用均可由新申请人与有关方面商议，不过收费多寡会受市场因素影响。

首次上市费一般占首次上市总成本的较小部分，必须于递交上市申请表格的同时向联交所缴付。首次上市费不予退款，并按与上市申请有关的股本证券的预期市值计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（五）市场运作与监管

（1）“买者自负”的运作理念。由于在创业板市场上市的公司自有资金不足，生产规模较小，加之上市的要求较低，这就使得投资者面临更大的投资风险，投资者要对自己面临的风险有明确的认知，需要签署声明，确认其知道风险并对后果自负其责。这就是“买者自负”原则。香港《上市规则》中明确规定：“上市公司要将现有风险的创业板特征声明载于根据创业板上市规则而刊发的上市文件和通函内的显眼之处。”以从正面提高投资者对风险的认知。

（2）加强信息披露。如上所述，在创业板市场上市的公司会给投资者带来比主板市场更大的风险，所以上市公司要及时、经常披露更多的资料，以供投资者参考并进行风险分析。目前香港的创业板市场以发行人自行披露为主，发行人除了要编制年度报表，还要编制季度报表；另外，在上市后两年内，上市公司要将业务进展和上市文件中的业务目标进行对比，以确定业务进展情况。

（3）严格的管理体系。香港创业板市场虽然对上市公司降低了要求，但考虑到其具有的更大的风险，为了保护投资者的利益，市场提出了比主板更为严格的管理规则。表现在：

① 提高董事的素质，上市公司的董事必须熟知《上市规则》《证监会条例》等有关法律法规。

② 要求公司加强内部监管，上市公司必须建立一套有效的内部监管体系，包括设立独立的监事会，聘任资深的会计师和审计师对公司的账务、财务进行监管。

③ 对保荐人，市场除了要求其负责上市公司的上市事宜，还要求他对上市公司进行监管。如果上市公司因保荐人的失职出现了问题，保荐人将要负连带责任并受到处罚。

④ 停牌与除牌。上市公司如果不符合市场的要求，或其活动给投资者带来了损害，市场有权对其停牌；如果上市公司严重违反市场规则，市场有权对其除牌。

（4）市场的相对独立性。与世界上其他依附于主板市场的二板市场相比，香港的创业板市场是一个独立于主板市场的市场，它有自身的规章制度、上市标准、监管体系和处罚方法。主板与二板的相对独立，有利于维护创业板市场的形象，突出高科技创业的特点，吸引更多的上市公司和投资者。

二、日本的创业板市场

（一）大阪证交所与纳斯达克日本市场

由于美国本土股票市场日趋成熟，发展空间日趋狭小，全美证券协会把发展目标转向了海外，对美国来说，日本是一个极具吸引力的市场。2000 年 5 月 8 日，美国纳斯达克携大阪证交所和扎布、软件库两家公司在大阪证交所内创设了美国纳斯达克市场的日本据点——纳斯达克日本市场（NASDAQ-JAPAN），同时开始接受上市企业申请，并于 2000 年 6 月 19 日开始交易。纳斯达克日本市场分两大板块：一个是“普通企业板块”，它的上市基准较严，企业须符合其规定的净资产、业绩、上市时的股票总额等一系列条件；另一个是“增长企业版块”，其上市条件较为宽松，主要以创业不久的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资企业为对象。纳斯达克日本市场与大阪证交所的关系是，市场交易是在纳斯达克日本市场，对申请上市企业的审查、认可等由大阪证交所担当。为了给申请企业提供方便，大阪证交所于 6 月 1 日在东京设立了事务所。

纳斯达克日本市场的启动，冲淡了日本股市长年以来所带有的浓厚的“官办”色彩，由于新市场的门户也向创业历史较短、经营不稳定的企业开发，它将给更多的企业以筹措资金的机会，并将使股市向以民间为主导的方向转变。

（二）名古屋、福冈证交所的二板市场

名古屋证券交易所与东京证券交易所一样，也设有市场第一部和第二部。但是由于客户都被东京证交所夺去了，它一直冷冷清清。为求生存，名古屋证交所于 1999 年 10 月设立了与已有市场相并列的具有新概念的“增长企业市场”。新市场自然是面向高增长性的企业，上市的条件是看企业销售额的增长额，具体地说，就是最近两年销售额增长率须平均在 10% 以上，而且还须提供最近一年内有增加收益的保证。除此以外，它对行业种类、经营内容、过去的利润和资产一概不问。

此外，福冈证券交易所也设立了面向创业企业的新市场——“Q 板”市场，它从 2000 年 5 月 11 日开始接受上市申请。

（三）日本的柜台交易市场

目前，日本的大部分证券在柜台交易市场（OTC）进行交易，尤其是债券，即使在证券交易所上市的证券，也允许在柜台交易市场进行交易。与美国的纳斯达克相比，日本的证券场外交易市场具有自己鲜明的特点，主要体现在，柜台交易市场具有“预备市场”的功能，一些在柜台交易市场交易的公司股票，可以被推荐到证券交易所挂牌交易。日本的证券业协会负责对柜台交易市场进行自我管理，协会制定了公平习惯规则的统一习惯规则。

（1）日本柜台交易市场的发展过程。日本柜台交易市场的发展过程可以分为四个阶段。

① 第一阶段（1963 年 2 月前），场外交易品种批准制度阶段。第二次世界大战后，日本证券交易所关闭，导致原来上市的大部分品种只能进行场外交易。1949 年 5 月，东京、大阪和名古屋的证券交易所重新开业，在场外交易市场交易的大部分品种重新挂牌上市。同年 6 年，日本设立场外交易品种批准制度，制度规定由证券业协会决定并管理运营符合一定标准的股票，这些股票都是已经发行，但由于各种原因不能到交易所交易的股票。1961 年 10 月，日本各大交易所分别设立了市场二部，同时规定，被批准在柜台交易市场交易的大部分品种在市场二部上市，柜台批准制度被废除。

② 第二阶段（1963 年 3 月—1983 年初），场外注册制度阶段。日本证券业协会于 1963 年 2 月公布了上市公司申请发行股票和上市（一般先在市场二部上市）时需要达到注册标准的规定，如股东人数、公众持股数量、交易价格、交易量及发行公司的其他资料等方面的具体要求，达不到市场二部上市标准的股票交易市场随后就自然形成了。为了加强对这些公司的自律管理，有关部门规定，这些公司在进入柜台交易市场时，需要按注册基准进行注册；1971 年修改了证券交易法，规定注册公司由披露其有价证券报告书的法律义务，并按规定公开企业信息；1976 年 7 月，日本柜台证券股份有限公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司成立，柜台交易趋于集中化，有关柜台交易的各种法规更加完善统一。

③ 第三阶段（1983 年—1991 年 9 月），改造的柜台注册制度阶段。1983 年 1 月，日本证券业协会起草了一个临时报告，即《加强证券市场功能的措施：关于允许中小型企业进行产权融资的若干问题》，旨在增强中小型企业进行产权直接融资的能力。同年 11 月，新的柜台交易制度开始实施，与第二阶段的柜台注册制度相比，它具有以下几个方面的改进：a. 注册制度方面的改进，要求在更具体、更规范和统一的条件下进行注册；b. 可以通过公募发行新股；c. 发行公司信息披露制度的改进；d. 放松了关于吸引投资的有关规定；e. 强调了投资者自我负责的原则；f. 允许发行公司的股份回购；g. 引入注册发行的证券商制度；h. 加强了对交易系统的管理。

1983 年 11 月，OTC 的自律管理组织即证券也协会公布了一系列新的规则制度，规定在场外交易的证券必须在日本证券业协会注册；1984 年 7 月，又建立了场外自动报价系统，以加强市场的透明度，同时，奎克（QUICK）股份有限公司的柜台股票信息系统开始运行，1986 年，又允许信托投资基金投资于柜台股票；1987 年还规定进行柜台交易的公司可以发行可转换债券。

④ 第四个阶段（1991 年 10 月至今），JASDAQ 制度阶段。直到 1991 年 10 月，日本柜台交易的最高形式 JASDAQ 系统才开始实施。1992 年 6 月，证券交易法得到了修改，柜台市场也作为一种行为规定载入该法；1995 年 4 月，撤销了关于发行股票的公司数的限制（即每周上市和注册公司合计不超过 5 家的限制）；1995 年 7 月，新设立柜台注册品牌的特则制度（第二柜台市场），以期为有发展前景且急需资金的企业创造筹资机会。

（2）日本柜台交易的市场监管。日本 OTC 一方面接受大藏省的监管，另一方面又接受日本全国证券业协会的管理。日本证券交易法富裕证券业协会相当大的自律权限，证券业协会通过制定一系列自律规范并监督执行以达到监管的目的。日本证券业协会在东京和大阪分设“株式店头市场监管专门委员会”，负责市场监管工作，具体职能为：及时监视 OTC 的交易情况；在行情异常情况下，采取有关措施；专设 OTC 交易室，负责调查分析交易价格、交易额及异常价格形成的原因，查核有无涉及操纵、内幕交易等不法行为。日本 OTC 重要的监管法律是 1976 年协会理事会颁布的《关于 OTC 交易及其交易规则》和《关于 OTC 股票注册机价格制定规则》，其主要内容包括以下几点。

① 证券商行为的规范。证券商必须按照公平原则为投资者执行订单，且须尽力为投资者争取交易当时的最佳报价；证券商只能接受固定价格交易的订单，不能接受客户按照市价买进时的订单；证券商有必要为投资者讲清 OTC 市场的风险，确信该客户能够对此风险有判断能力并愿意承担此类风险。

② 有关禁令。禁止从事内幕交易。目前，还禁止从事融资券交易。

③ 争取注册申请及撤销。证券商在详细核查公司运营及财务细节后，向证券业协会推荐，如果协会初步认为公司适合上柜，则该证券商必须将申请书及一切必要文件提交日本证券业协会审核，申请书中必须附有其他证券商的共同签署意见；经审核批准后，即可公告发行和注册。证券业协会可以在公司注册后运行不符合特定标准时，给予公司下柜的处分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）日本柜台交易市场的注册基准。日本公司到东京证券交易所上市的主要基准是：

① 申请上市的股数在东京或东京附近不少于 600 万股，其他地区不少于 2 000 万股。

② 股东权益在 10 亿日元以上，每股净资产在 100 日元以上。

③ 过去 3 年的税前利润稳定，第一年、第二年和最近一年分别至少为 2 亿、3 亿和 4 亿日元。

④ 关于股票的分布情况，例如上市股票不超过 1 000 万股时，股东一般要求在 1 000 人以上。

⑤ 设立股份有限公司至少 5 年。

⑥ 上一财年度必须有分红，注册（或上市后）预计每股分红在 5 日元以上。

同以上的基准相比，日本 OTC 的注册基准要低得多。日本 OTC 的注册基准一般是指区别于特则制度的注册基准，主要包括以下方面。

① 最近财政年度平均每年股数在 100 万股以上，注册日（开始交易日）在 200 万股以上。

② 公开的股数为已发行股数乘以 12.5% 与 25 万股之和，则应在 50 万股以上。

③ 已发行股数未满 2 000 万股时，股东人数应在 200 人以上，已发行股数在 2 000 万股以上时，股东应在 400 人以上。

④ 股东权益（净资产）应在 2 亿日元以上。

⑤ 最近一年每股的税前利润在 10 日元以上。

⑥ 允许不分红。

特则制度的注册基准主要有：

① 注册时股东应在 50 名以上。

② 不设利润标准，亏损企业亦可。

③ 对已发行股票数也没有规定。

④ 注册时股东权益应在 2 亿日元以上。

⑤ 研究开发费用须达到该公司全部销售额的 3% 以上。

需要说明的是，由于特则制度于 1995 年 7 月才实施，所以按照该基准注册的公司并不太多。

（4）日本柜台交易市场快速发展的原因。日本第二板市场快速发展的主要原因有以下几个方面。

① 20 世纪 80 年代，日本企业发展资金短缺，同时储蓄与投资基金的数额又居高不下，这一矛盾是推动第二板市场发展的根本原因。第二次世界大战后，日本企业的建设资金主要靠银行贷款取得，企业直接融资的能力较小，这主要是日本政府采取低利率政策的结果。然而，进入 20 世纪 80 年代，日本的经济进入了低速发展阶段，企业渴求长期资本的介入，因此，直接融资的作用越来越大。同时，日本一直具有较大规模的储蓄和大量的投资基金。在这种背景下，为了自身的发展，已经存在的中小型企业的融资方式开始由间接融资向直接融资转变，这就推动了第二板市场的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

② 场外交易自动报价系统使信息传递和信息处理的能力提高。证券交易所最初是为了使证券公司能够在统一的场所进行统一的买卖、交易而设立的，因此，投资家和上市公司原本具有地域性。由于这一历史原因，目前日本有 8 个证券交易所，美国有 9 个证券交易所。但是，随着计算机技术、卫星通信技术和信息通信等先进技术的发展，在统一的场所进行交易的必要性已越来越小，交易者即使在遥远的地区，通过电话、电脑、通信网络就可以获得证券信息并发出交易指令。日本、美国引进先进的电脑交易系统之后，东京股票交易所（TSE）和纽约股票交易所（NYSE）等大都市的交易所仍保持着发展的活力，而一些地方性的交易所却不甚活跃。与此同时，通过信息传递系统，将以前相对独立的 OTC 系统进行全国性联网而建立的场外交易自动报价系统，赋予了本来具有特许存在意义的 OTC 以更大的发展优势和发展潜力，从而推动了 OTC 的高速发展。

③ OTC 同 TSE 相比具有一定的优越性。同在 TSE 上市相比，企业在 OTC 筹集资金具有以下优越性：a. 注册基准相对较低，这是最主要的优越性；b. 注册的文件和手续简单，注册后定期披露的文件也比较简单；c. 筹集资金的成本及注册后运行费用相对较低；d. 摘牌的风险不大，而且随着企业的发展，还可以在适当的时候转移到 TSE 上市。

④ 纳斯达克的高速发展，为日本第二板市场的发展提供了借鉴。1971 年，为了提高场外交易市场的运作效率，美国建立了纳斯达克市场，它使投资者可以在任何时间、任何地点通过电脑系统进行证券交易，交易的佣金低，交易速度也快。这种先进交易系统的出现，得到了很多公司的青睐，前来注册的公司逐年增加，进而推进了该系统的壮大，也培育了诸如惠普、苹果、微软等大公司，这也为日本第二板市场的发展提供了包括系统建设、功能拟定、管理方式、交易行为等多方面的借鉴。

三、韩国高斯达克市场

1996 年 7 月，韩国仿照美国的纳斯达克市场，建立了自己的科技股票市场，并定名为高斯达克（KOSDAQ）。

建立高斯达克市场的主要目的，是扶植高新技术产业，特别是中小风险型企业，为这些企业创造了一个直接融资的渠道。但是，当时韩国的创业企业还处于初创阶段，其作用没有收到相应的重视，因而高斯达克市场并不被人们所青睐。1997 年底韩国发生金融危机后，韩国政府进行了强有力的企业结构调整，并针对世界经济向知识经济发展的趋势，决定把发展规模小、科技含量大、经营灵活、回报率高而风险也大的中小型创业企业作为推动经济发展的一种动力，谋求把中小型创业企业与传统产业相结合的新的发展模式。经济发展模式的变化，使韩国的创业企业蓬勃发展。创业企业有的是技术和思路，缺少的是资金。高斯达克市场的作用日益显著，规模日益增大，综合指数不断上扬，交易额连创新高。据韩国证券交易所统计，到 2006 年 2 月，共有 939 家公司通过高斯达克市场发行股票，上市股份为 144.15 亿股，总市值达 678 230 亿韩元。作为韩国的二板市场，高斯达克市场在上市条件、审查产品和健全市场等方面体现出以下风格和特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）灵活的上市条件

韩国对不同企业在高斯达克市场登记上市所规定的条件各有不同。对于创业企业，只要其股票分散，公众股所占比例达到20%，监事认为适合上市，则可登记上市。而对于一般企业，则有三种标准供企业选择。

一是企业建立满3年，股东交付的资本家为5亿韩元，股票分散率为20%，有经营收益，无资本蚕食情况，股东所付资本未被逐渐侵吞，负债比例不超过同行业的1.5倍，监事没有意见。

二是自由资本为100亿韩元，资产总额500亿韩元，股票分散率为20%，无资本蚕食情况，负债比例不到同行业的平均数，监事没有意见。

三是自由资金为1 000亿韩元，股票分散率为20%，资本家吞食不足50%，负债比例不超过同行业的400%，监事无意见。

一般企业可以根据自己的情况登记上市。

1999年下半年，高斯达克市场一路涨升，引发了人民对高斯达克市场趋于过热的担心。为了使高斯达克市场健康发展，韩国政府提出了“健全高斯达克市场的政策”，对企业在高斯达克市场登记、审查、管理、退出以及防止不公正交易等方面做出了新的规定。

按照这个新规定，一般在高斯达克市场登记上市时，小额持股者必须达到500名以上，并要总共持有500万股以上，占股票发行总额的30%。政府提高股票分散比例的主要目的是减少不公正交易的因素。

（二）严格的审查制度

为了阻止徒有虚名的风险投资企业进入高斯达克市场，由风险投资公司等风险金融机构投资的创业企业，在投资一年后才能在高斯达克市场登记，其登记审查所需的材料必须得到定期股东大会的批准。同时，创业企业在登记上市的半年内，对其投资的风险金融机构必须持有10%以上的股份。证券公司对申请登记上市的创业企业必须进行财务状况、营业关系等必要的检查，并制作综合检查表。对于最大的股东和有关特殊人士，在登记上市前的半年内，不允许其持股情况有变动，其目的是为了防止其在企业上市前向有关特殊人士进行第三者增资以获得不正当的收益。

在登记审查方面，韩国决定采用一人常务委员制。这名常务委员由高斯达克市场委员会推荐，并得到证券业协会会员大会的批准。这名常务委员负责直接指挥证券业协会的业务部门，同时也是高斯达克市场委员会的成员。高斯达克市场委员会的人数由过去的9人增加到11人，其结构也进行了调整，减少了业界代表，增加了机构投资者、风险技术专家、会计师等专业人士。专门负责登记审查的业务人员由过去的6人增加到20人。

在管理和退出方面，韩国的高斯达克市场把需要注意的投资项目分为“投资留意项目”和“管理项目”。亏损、经营权转让或被兼并、资本余额被蚕食、营业停止、法庭管理企业等被纳入“管理项目”之内；而被纳入“投资留意项目”的，除了上述几种情况外，还要加上股票交易停滞不前，没有达到股票分散比例，两次企业公示有不诚实行为，拒绝接受监事的意见，没有提出工作报告书等。投资者可以根据“投资留意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目”和“管理项目”的情况来加以识别。

（三）健全市场的措施

为了防止不正当交易，政府规定，从2000年4月1日起，对于不遵守实时公示义务，或者进行虚假公示，将立即进行处理，处以最高为5亿韩元的罚金。与此同时，政府还开发了监视股价的综合计算机系统。韩国金融监管委员会制定了股票公募价格的计算模式，以便企业在高斯达克市场登记时能做到股票公募价格合理化。

按照“健全高斯达克市场的政策”，韩国证券业协会下属的高斯达克委员会和高斯达克证券公司进行了严格的业务分工：高斯达克委员会负责登记、批准上市和取消上市，修改市场运行规则，监视不公正交易，对不诚实公示采取制裁措施等；高斯达克证券公司则负责吸引企业登记，进行企业公示业务以及交易中介、交易停止和解除等业务。

四、新加坡的自动报价系统

1987年2月18日，新加坡股票交易所建立的自动报价系统（Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation System，SESDAQ）开始运行。SESDAQ建立的目的在于使那些具有良好发展前景的新加坡中小型公司能筹集资金，支持其业务的扩展。它以电脑无票交易方式为基础，并受竞争性的做市商制度（Market Marker Rule）制约。SESDAQ上市标准较为宽松和灵活，没有具体的公司规模要求，唯一的要求是具有发展潜质，没有量的要求；上市公司若不公开发行证券，部分上市规定还可以放宽。此外，进入成本和年度上市费用也较低。

自动报价系统成立之初，只允许在新加坡注册的公司上市，自1997年3月起，自动报价系统也向外国公司开发，不论新加坡本地公司还是外国公司，都可以申请在新加坡的自动报价系统上市，对境外公司，新交所在初次上市标准以及其他规则方面都与本地公司一视同仁。到2000年7月，新加坡自动报价市场共有上市公司84家（其中有3家是境外公司），总市值52亿新元。

（一）上市条件

（1）在新加坡设立一个创业公司。

（2）无须最低注册资本/设立年限和赢利考核要求。

（3）有3年或以上连续、活跃的经营记录，并不要求一定有赢利，但会计师报告不能有重大保留意见，有效期为6个月。

（4）公众持股至少为50万股或发行缴足股本的15%（以高者为准），有至少500个公众股东。

（5）公司业务在新加坡的公司，须有两名独立董事；业务不在新加坡的控股公司，有两名常住新加坡的独立董事，一位全职在新加坡的执行董事，并且每季度召开一次会议。

（二）上市申请手续

（1）申请发行新股的公司，至少有500个股东拥有50万股或15%需要发行的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）上市公司账目被国际通用审计师所接受。

（3）委任会计师/律师和证券银行为代理和保荐人。

（4）在新加坡 SESDAQ 批准上市。

（三）上市时间

（1）设立创业时间大约 2~4 周。

（2）完成保荐到认购和公开募集最多为 27 周（可以提前完成）。

（3）送交新加坡股票交易所批准 2 周。

（四）上市费用

（1）设立公司费用：1 万~2 万新元（根据注册资本大小）。

（2）公司审计费用：1 万~2 万新元。

（3）律师费用：2 万~4 万新元。

（4）SESDAQ 会员保荐费用：3 万~5 万新元（包括评估报告）。

（5）其他及印花费用等：5%~6%。

（五）转主交易板上市的条件

此外，新加坡证券交易所定期对 SESDAQ 市场向主交易板的转移进行考察。已符合主交易板上市资格的 SESDAQ 公司需向交易所递交书面申请，在符合以下要求之后即可转至主交易板上市。

（1）在 SESDAQ 市场已上市至少 2 年。

（2）符合主交易板上市公司关于最小股本和赢利记录的要求。

（3）公司需要增加发行股本和实收股本比例，以符合主交易板最小股东方面的要求。

（4）股东分布符合要求且无须再对其股份进行市场销售，申请批准之后，公司即可向股东寄发公告，宣布其股份转入主交易板进行交易。

（5）公司需在其转入主交易板之时，交纳主交易板上市年费。

（6）公司必须向交易所提供遵守交易所主交易有关要求和政策的保证书。



本章思考题

1. 创业板市场与主板市场相比有什么异同？创业板市场对风险投资起何种作用？
2. 什么是做市商制度？做市商制度有什么功能？
3. 纳斯达克市场有哪些主要特点？
4. 伦敦另类市场有些什么特点？企业如何实现在伦敦另类市场上市？
5. 谈谈对我国设立创业板市场的看法和认识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十三章

中国风险投资的特征



本章摘要

中国风险投资的发展具有其他任何一个国家所从未有的特色。本章从三个方面总结了中国风险投资的这些特色：体制和制度方面的特征；市场方面的特征及投资本身的特征。中国风险投资的发展的确借鉴了西方国家的很多经验、教训，但另一方面，中国风险投资也走出了自己的一条独特的、值得学习的道路。



关 键 词

政府引导基金　机构投资者　本土风险投资　投资行业分布

我国风险投资业从创立到发展走出了一条中国特有的奇特的道路。1985 年中共中央文件明确提出："对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立风险投资给予支持"。随之，中国的第一家风险投资公司——中国新技术创业投资公司正式创立，由国家科学技术委员会和财政部共同出资组建，中国风险投资正式创立。1992 年邓小平南方谈话巩固了改革开放的发展战略，中国一些省市科委相继建立了科技风险投资公司，大约有 19 家风险投资公司创立。1997 年，民建中央提出了"一号提案"，主张大力发展我国风险投资事业，风险投资此后蓬勃发展，其发展速度令人惊叹。

从我国风险投资发展历程可以看出，中国正处在计划经济体制向社会主义市场经济体制转型时期，中国风险投资不可避免地会受经济体制的影响和制约，尤其是政府政策法规的约束。与国际风险投资相比较，现阶段中国风险投资具有自身显著的特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一节 中国风险投资的体制及制度特征

一、中国风险投资具有中国经济改革开放转型期的烙印

中国风险投资从创立到发展，从幼稚到成熟，从弱小上升到世界第二的位置，仅仅走了25年的历程。如同中国经济发展的走势，风险投资的发展速度也是令人咋舌。2001年美国种子及风险投资协会（National Association for Seed and Venture Fund, NASVF）在美国西部波特兰市召开了一次国际风险投资交流会，会议特地设了一个议题：风险投资在中国（Venture Capital in China），作者有幸作为5位发言人之一，但整个会场除了演讲人外只有三名听众。当时不少美国风险投资家几乎不相信风险投资还会在中国发展。时隔几年，风险投资进入中国几乎成为硅谷沙丘路人人讨论的话题。从2006年始，中国的风险投资总额就一跃名列第二，仅次于美国。虽然世界第一的作为风险投资鼻祖的美国和位于第二的中国，其风险投资规模差距还是较大的，但无论如何，从2006年以来，中国风险投资一直保持世界第二的位置。

考虑到创业投资活动对经济的影响，中国的风险投资仍然处于发展过程中。2006年，各国风险投资年度投资额占该国GDP的百分比分别为①：以色列约为0.5%；欧洲为0.3%到0.4%；美国为0.2%；而中国只有0.067%左右。相比之下，中国的风险投资活动对经济活动的影响力还很有限。这也恰恰说明，中国的风险投资存在较大的发展潜力。

自1985年3月提出设立风险投资以来，风险投资伴随着中国经济的快速增长，从无到有，由市场贫乏到增速加快，直到成为紧随美国之后全球第二大风险投资国。中国风险投资的发展与中国经济转型阶段的特征密切联系。改革开放以来，中国经济取得了巨大的成就，得益于经济领域的转型，包括经济体制的改革、法制建设、金融体系完善、政府职能在经济领域转变、科教文化事业的进步等，这些都对风险投资有直接或间接的促进作用。

（一）中国经济市场化转型孕育了风险投资发展的基础环境

风险投资是经济高度市场化的产物，需要发达的市场体系作为运行环境。计划经济体制下，产品服务的产、销、用均由政府行政计划指令完成，全国只存在真正的决策机构，不存在自主行动的市场实体。个人、企业（非市场化的）或其他实体没有自身的利益诉求，没有创新的激励，科技成果停驻在实验室或者论文集之中，没有人想着去将它们产品化和商业化，制度环境也不允许这么做。缺乏市场经济的体制和市场化的运行机制，经济活动和科技创新都与风险投资的本质不相容。近二十年来，中国经济市场化转型的成功孕育了风险投资的必备环境。

① 刘曼红，风险投资教学讲义：2006年秋季。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国经济体制改革经历较长时期的观念突破过程。1984 年,“有计划的商品经济①”的提法，为发展市场经济初步打开了思想的枷锁。1987 年，邓小平提出“计划和市场都是发展生产力的方式”，1992 年的南方谈话，进一步打破了姓“社”姓“资”的思想禁锢。中共十四大确立了建立社会主义市场经济体制的目标。1993 年通过《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，确立在中国建立市场经济体制的目标。实际上从 1992 年初开始，随着财税、金融、外汇、外贸、计划和投资等一系列体制的改革，政府、市场和企业之间的关系初步理顺。1995 年提出经济体制和经济增长方式两个根本性转变目标。1997 年，从宏观和微观提出经济体制改革的具体内容和要求，中国在经济领域的改革完全撇开意识形态的影响，朝着市场化的方向迈进。

宪法和政策对个体经济、私营经济、非公有制经济的认识和确认进程，是市场经济不断深化的过程。1982 年修改宪法确认个体经济的合法地位，1988 年宪法修正案允许私营经济存在和发展，在确定“社会主义市场经济”后，1993 年宪法修正案明确了非公有制经济的地位和作用，1997 年的十五大确认非公有制经济地位，1999 年宪法修正案明确非公有制经济是我国社会主义市场经济的重要组成部分。2004 年，保护私有财产进入宪法，进一步完善经济制度，促进经济市场化。

体制改革的一系列举措，使得中国经济和社会结构发生了变化。各类市场主体和各种市场逐步发展起来。经济市场化转型过程，建立了市场化的经济运行机制和对私人利益法律地位的确认，催生了真正的市场行为主体，从经济体制环境上为风险投资的产生和发展提供了必要的条件。

（二）经济持续增长和结构调整为风险投资发展提供了动力

风险投资最本质的特征是通过承担投资的高风险而获取相应的高收益，承担高风险是前提，获取高收益是目的。因此，必须是拥有相对富足的财富的人或实体，才会有较高的风险忍受程度，从而对风险投资这种投资形式感兴趣；也只有经济增长带来了大量的财富积累，才能提供风险资本来源，才有能力承担高风险。全球风险投资兴起和发展的经验表明，经济不发达的国家或地区，即便是实行自由的市场经济体制，也难以培育风险投资。因此，在我国经济市场化转型过程中，经济持续增长和经济结构优化为风险投资提供了必要的资本来源，是风险投资发展的动力之一。

中国经济成功转型，创造了富裕的财富。1979—2008 年国内生产总值年均实际增长 9.8%，2008 年经济总量超过了 30 万亿元，跃居世界第 3 位②。经济结构得到优化，形成三大产业协同发展的格局。三大产业增加值在国内生产总值的比重由 1978 年的 28.2∶47.9∶23.9 调整为 2008 年的 11.3∶48.6∶40.1，三者增加值年均分别增长 4.6%、11.4% 和 10.8%③。工业结构由技术含量低、劳动密集程度高、门类单一的结构向劳动密集、技术密集、门类齐全的格局转变。服务业发展迅速，集中了以电子信息技术和网络通信、生物医药等现代科技为核心的新兴产业。

---

① 《中共中央关于经济体制改革的决定》，1984 年 10 月。
② 根据国家统计局公布数据资料整理。
③ 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济的增长创造剩余社会财富，这些富余资金必然要找到存在的环境，于是风险投资成为其可选择的投资方式之一。经济结构调整的背后是一系列国家产业政策的调整，由此催生的新产业、新兴行业比传统行业、产业具有更高的利润水平，符合资本逐利的本性要求，不仅成为风险资本投向的目标，也在获得高额利润中积累了进一步的风险资本来源。

（三）市场经济法制体系建设是风险投资市场化运行的保障

风险投资环节多，涉及利益相关方也多。一般合伙人和有限合伙人之间的利益关系、风险投资公司和创业企业之间的利益关系都分别建立在合约基础上，需要法律作为保障。有效合约条件，要么双方以信任为基础，要么双方以法律为仲裁。前者是自发状态的约束，后者是硬性的约束。信任和法律共同推进社会契约的有效执行。市场经济追求"看不见的手"，诚信存在调控缺失的空间，必须有法律作为保障，市场经济和法制并肩而行。作为市场经济体系的一部分，风险投资也必然需要健全的法律保驾护航，才能健康成长。

中国 1985 年提出建设风险投资，受法律环境限制，不存在完全意义上的市场经济行为主体，或者他们的利益不能得到有效保障。因此当时的风险投资机构主要由政府部门举办，数量少，规模小。1988 年，通过了《中华人民共和国企业法》，这使扩大和落实企业自主权有了现实可行性，在指导企业改革，增强企业活力，维护企业合法权益等方面起了重要作用。前文述及宪法保护私人利益的不断完善，也在个人创业方面提供了法律保障。2002 年出台的《中华人民共和国中小企业促进法》明确保护中小企业及其出资人的合法投资以及因投资取得的合法收益。法规方面的完善还源自对公司法修订的突破。新公司法降低了企业设立门槛，变实收资本制为有条件的授权资本制，以及对公司组织形式和治理结构规定的完善，从根本上改变了中国风险投资的环境，对创业投资发展产生了积极影响。2006 年新修订《中华人民共和国合伙企业法》正式确立了有限合伙企业的形式，为风险投资企业从实际运作上享受税收优惠、不受资本金以及投资期限约束、清算程序简便、资金安排灵活方面确立了法律基础。

2007 年，中国陆续出台《中华人民共和国企业所得税法》《中华人民共和国物权法》《中华人民共和国反垄断法》《中华人民共和国劳动合同法》《中华人民共和国就业促进法》，完善了经济运行机制的法制内容，而且其中的企业所得税法、物权法为风险投资的发展提供了进一步的法律基础。物权法从更广泛范畴对私人合法财产和利益予以保护。新企业所得税法及实施条例对这点从税制上予以完善和保障。2007 年修订的《中华人民共和国科学技术进步法》提出完善资本市场，建立健全促进自主创新的机制，支持符合条件的高新技术企业利用资本市场推动自身发展。

2013 年 6 月开始实施的《中华人民共和国证券投资基金法》将非公开募集基金纳入协调范围，从此私募基金不必再用"阳光"二字作为其规范运作的标签。2014 年 8 月证监会又出台了《私募投资基金监督管理暂行办法》，对《中华人民共和国证券投资基金法》条款做了具体化规定。可以说，新基金法、新国九条及证监会的一系列新规为私募基金行业开创了前所未有的大好机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（四）金融体制改革和金融体系的完善为风险投资发展提供了良好的运行环境

风险投资是一种特殊的投融资机制，建立在现代金融市场的基础上，是金融体系的一部分，是科技创新发展到一定程度和经济发展到一定阶段以及适应经济结构调整需要而产生的新的金融机制。风险投资最早起源于美国，随后在欧洲、日本以及以色列等经济发达国家或地区兴起并不断得到扩张的历史，证实一个完备而发达的金融体系对风险投资发展的积极作用和必要性。

随着经济市场化运动的推进，市场机制在资源配置上的作用越来越大。金融作为经济运行的血液，金融体制的改革势在必行。中国经济体制的改革在从根本上说，就是改变经济的运行方式。作为最基本而且是现代经济最重要的生产要素资本要发挥其最大的资源效益，必须有一个发达的金融市场使其流动起来，从而使资金的供求双方银行和企业成为金融市场上的理性行为主体。"银行不能只是政府的会计和出纳，企业也不能只是政府的车间①"。1979 年和 1983 年，中国农业银行和中国银行、中国工商银行和中国建设银行分别从中国人民银行分离出来，经营商业银行业务兼负政策性银行职能，中国人民银行只履行中央银行的职能。同时，非银行金融机构如中国人民保险公司、中国国际信托投资公司等相继成立。1990 年和 1991 年上海和深圳证券交易所分别成立，标志着中国股票市场正式开始运行，这为完善中国金融市场体系，尤其是资本市场建设迈出了跨越性的一步。1992 年以后，股票市场迅猛发展。1993 年，提出金融体制改革目标，建立统一开放、有序竞争、严格管理的金融市场体系。中国债券市场和货币市场在不断规范中发展壮大。金融体制改革始终朝着市场化方向前进，商业银行法、保险法、证券法、金融业相关的行业管理条例及部门规章相继出台。2004 年深圳证券交易所增设了中小企业板，2009 年设立创业板，都直接对风险投资产生非常大的促进作用。

银行业作为金融业的主体，在国民经济发展中的核心作用显著提升，保险业发展迅速，证券行业产业形态相对完整。规范化和法制化的金融市场体系，丰富的金融产品体系，不断健全的金融市场运行机制，现代化的金融市场微观主体，是金融体制改革的产物，又都是风险投资产生与发展必备的条件。我国现代金融体系的建立必将为风险投资孕育适应的成长土壤。

（五）科教兴国战略和活跃的科研活动促进风险投资发展

科技创新发明为风险投资提供投资项目资源，是风险投资存在和发展的基础之一。风险投资在硅谷起始并繁荣，与美国以斯坦福大学为代表的科技发明体制息息相关。尽管新中国成立后至改革开放前，我国也很重视科研活动，但主要为政治和军事服务，科技发明都是国家级别的大型项目，保密要求严格，商业化空间有限，民间也不允许有游离于政府控制之外的这类活动。

1985 年，《关于科学技术体制改革的决定》不仅指出现代科学技术是新的社会生产力中最活跃和决定性的因素，科学技术必须为振兴经济服务，需要促进科技成果的商品化、开拓技术市场等，并首次提出在中国发展风险投资，为中国的风险投资业打开了大门。1988 年，邓小平同志提出了"科学技术是第一生产力"的论断，进一步促进了科

---

①　武力．中国经济发展 60 年论述［J］．贵州财经学院学报，2009（5）．

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

技体制的改革，为科技成果向现实生产力的转化以及高新技术产业化的发展提供了理论依据。1995 年，《关于加速科学技术进步的决定》提出了实现国家强盛的科教兴国战略，增强国家的科技实力及向现实生产力转化的能力。科教兴国战略分为加速科技进步与优先发展教育两个方面。

科技成果产品化和商品化还需要有现实的对科技成果的法律保障。专利技术是科技成果的直接体现。1982 年通过商标法，开创了中国知识产权立法的先河，1984 年实施专利法，1987 年施行的民法通则第一次以法律形式确认了对著作权、专利权、商标专利权等知识产权的保护。随着科技和经济发展形势的变化，充分发挥专利制度在技术创新、科技进步中的重要作用，实施科教兴国和可持续发展战略，商标法和专利法多次修改。我国知识产权立法进程和实施有力地推动了科技创新活动。立法对科技成果的承认与保护直接推动了我国专利技术的增长。2007 年 12 月 24 日我国受理的国内外专利申请总量突破 400 万件①。

对科技的重视还表现在我国科技投入的稳步增加，科技事业不断取得重大成果。2007 年，我国的研发（R&D）经费支出总额达到 487.9 亿美元，比上年增加 111.2 亿美元，超过英国和法国而跃居世界第四位②。全国从事科技活动人员达 454 万人，是 1991 年的 2 倍，仅次于美国，居世界第二位。企业研发经费占全社会研发经费总额的 70.4%③。对科技的重视和科技投入的增加使科技成果大量涌现。科技创新的迅速发展为风险投资提供了丰富的投资项目，是风险投资得以持续发展的动力。

（六）风险投资的发展亟须政府职能进一步转变

风险投资是对未来的投资，具有很大的不确定性和较强的外部效应，这种不确定性和外部性容易诱致市场失灵，政府的调控就显得非常重要。根据国际经验，风险投资业的发展与政府的有效支持是密不可分的，特别是在风险投资业的起步阶段；在风险投资业发展后期，政府直接政策措施可以逐步减弱，转而进行政策引导和制度支持。政府对风险投资的推动作用，主要表现在建立良好的风险投资环境，中国政府除了前文所述及的五个方面内容所作出的努力和所起的积极作用，还体现在对风险投资业直接作用的职能转变上。风险投资的运作机制就是从成功的投资中获取超额利润，抵补失败项目损失后的余额才是实际盈利。从整个风险投资组合来看，这种盈利还必须是较高的收益，因为组合投资承担了高风险。这是风险投资内含的补偿和激励机制。这种机制主要体现在风险收益机制的建立、税收优惠、资本来源支持、产业扶持等。

1986 年，全民所有制企业改革启动，简政放权，初步理顺政府在管理国有资产方面的职能，对于后来建立现代企业制度意义重大。1993 年，提出建立适应市场经济要求，产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，区分政府在市场经济中的调控职能，完善市场经济主体的微观运行机制。用市场规则对企业经营管理的权、

---

① 根据科技部和国际知识产权局网站公布数据整理。

② 科技部发展计划司．我国 R&D 经费支出特征的国际比较［J］．科技统计报告，2008（22）．

③ 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

责、利进行约束，有利于建立风险收益机制。政府淡出对社会生产成果的分配，不断深化的收入分配制度改革，确立了劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献参与分配的原则。政府对微观经济主体经营管理的直接行政干预的放松，有利于刺激敢于承担风险的人进入风险投资行业。

政府在淡出直接干预的同时，努力营造有利于风险投资发展的政策制度环境。2005年《创业投资企业管理暂行办法》发布后，我国有了创业投资的专门法，这对于我国创业投资的规范发展有着重要作用。我国新企业所得税法奠定了创业企业的税收优惠基础，相关的法规也有创业企业的税收优惠政策规定，这不仅有利于企业快速成长，对于刺激企业加大科研创新投入意义重大。《关于促进自主创新成果产业化若干政策》要求各级人民政府要通过各种方式加大对自主创新成果产业化的支持，加快发展创业风险投资。2009 年，科技部《关于发挥国家高新技术产业开发区作用促进经济平稳较快发展的若干意见》的出台，强化了风险投资的补偿机制。《国家技术创新工程总体实施方案》还提出对企业技术创新提供无偿资助、贷款贴息、风险投资、偿还性资助、政府购买服务等。2015 年，国务院常务会议通过设立“国家新兴产业创业投资引导基金”，助力创新创业和产业升级。2017 年 5 月，财政部、税务总局发布《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收试点政策的通知》，在京津冀、上海、广东等 8 个全面创新改革试验区域和苏州工业园区，实行创投、个人天使投资人的投资可以按照 70% 的投资额进行抵税。这些都体现中国政府在推动风险投资发展方面，已经从直接介入转变为激励机制和制度环境建设。

但是，我国当前的市场和法律环境，仍然存在与促进风险投资发展相悖的地方。比如，资金来源就是矛盾比较突出的一个方面，知识产权保护及相关法律法规仍有待进一步的完善。因此，未来中国政府在风险投资业，还需要致力于激励政策、法律制度和退出机制等发展环境的构建。

二、政府对风险投资的资金支持

从国外经验看，政府只在市场失灵和企业无力而为的领域内才给予创新活动以直接支持，如资助研究开发活动、设立孵化器、加强国际间协作、营造良好的经营环境等。风险投资的发展与政府的推动密切相关，主要是来自于政府的风险资本投入和政府设立的风险投资引导基金。

（一）政府对于风险投资的直接资金支持

政府通过直接的资金投入在风险投资发展早期或低迷时起到促进作用。风险投资的投资对象一般分为种子期、导入期、成长期和成熟期。投资阶段越早，面临的风险越大，因为早期的创业企业发展状态非常不稳定，系统风险和非系统风险都比较大，几乎没有稳定的现金流，很难吸引足够的市场资金。当整个风险投资业还处于发展的早期或低迷阶段，风险投资环境、制度建设、运行和管理机制尚不完善，只有依靠政府资金的直接投入，通过示范效应引导民间资本，带动风险投资业的发展。向风险投资注入资本是政府直接参与的重要手段，对于启动创业投资具有关键性作用，而且应用比较普遍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管美国风险投资的主要资金来源于机构投资者和个人，但是在美国风险投资的起步阶段，美国政府的直接资金投入是促成其快速发展的重要因素。我国风险投资发展过程中，政府的资金投入更加不可缺少。根据科技部的统计，1998 年至 2002 年，本土风险投资机构资本来源中，政府资本比例平均占一半以上。但到 2008—2015 年，政府资本的比重处于不断下降中，甚至已不足三分之一，达到 20% 左右。

2007 年和 2008 年，中国风险投资管理资本迅速增长，分别比上一年增长 67. 7% 和 30. 8%。从资本来源构成看，2008 年，未上市公司成为资金来源主体，占到管理资本的 42. 9%；国有独资投资机构和政府出资合计为 35. 9%；个人占 6. 9%，外资占 3. 6%，上市公司占 3. 9%，银行和事业单均为 1. 1%①。中国风险投资研究院对 2005 年至 2008 年的调研报告表明，政府资金仍然是风险投资主要资金来源，但是比重在下降。一方面市场资本的力量在强化，同时政府在促进风险投资方面的职能和作用方向在转变，即由直接投资转变为设立引导基金方式带动非政府资金。

政府为高新技术产业发展投入种子基金，一方面可弥补私人投资者投资种子期的部分资金损失，鼓励和引导资金投资创新企业的初创期；另一方面可购买种子期投资的项目股权，使私人投资收益在种子阶段兑现。如 1991 年以色列开始设立专门的“孵化器计划（种子基金）”，支持孵化高科技创新企业，为创业基金的加盟创造条件。至 2000 年，其孵化资金预算从 180 万美元增加到 3 000 万元；高科技创新企业孵化器发展到 27 家；累计支持孵化项目 792 个。由于“孵化器计划”的带动，以色列的高科技创新企业迅速发展，每年吸引创业基金直接投资从 1994 年的 2 亿多美元上升到 2000 年的 20 多亿美元，以色列风险投资业也迅速发展，成为世界上风险投资最发达的国家之一，被誉为“第二硅谷”。

（二）组建政府引导基金

出于营利性的考虑，风险资本更倾向于投向创业企业或项目中后期，为数不多的天使资本提供前期投资。完全基于市场因素的社会风险资本不得不考虑承担的风险而慎重选择进入创业企业的阶段。因此，政府必须从资金上弥补前期创业资本的不足，这是各国设立政府性风险资本的共同原因。

由于中国特殊的金融环境，本土风险投资一直存在资金来源不足和渠道窄的问题。政府的直接资金投入缓解了风险资本的不足，但是总体规模仍然不能够满足创业企业前期融资需求。政府在风险投资上直接投入的财政资金，受到国有资产保值增值的要求约束，实际操作中会出现注重短期盈利的现象，从而偏离最初政府投入资金支持风险投资发展的初衷，甚至因为难以保证预期收益，导致政府资金投入也会出现顾虑重重的局面。设立政府引导基金，不仅符合财政资金调控作用的使用方向，而且有良好的放大效应，能够引导社会资金的投资方向，鼓励更多的资金对创业企业和项目的前期投入。

我国现在已经启动政府引导基金计划，各地方政府也纷纷设立创业投资引导基金。《中华人民共和国科学技术进步法》中提出国家鼓励设立创业投资引导基金，引导社会资金流向创业投资企业。2007 年，科技型中小企业创业投资引导基金开始运作，使政

---

① 2008 年全国创业投资统计分析［J］. 科技统计报告，2009（23）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

府能够通过权益型投资工具吸引私人部门资金，从而促进创业投资产业发展。在此基础上，2008 年《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》颁布，正式确立政府应在风险投资引导基金方面发挥作用。目前政府引导基金的规模越来越大，对风险投资行业的带动作用显著。2007 年，风险投资机构管理的资本中，政府资本所占比重下降，2008 年有所回升，但出资形式从政府直接设立创业投资机构转变为政策性引导基金，反映政府资本支持风险投资产业模式的转变和政府角色的变化。

三、中国风险投资存在二元结构，本土风险投资渐成主流

中国风险投资存在着二元模式，本土风险投资业与外资风险投资业，本土风险投资家与外资风险投资家，本土风险投资机构与外资风险投资机构，本土风险投资市场与外资风险投资市场，双方已由最初的泾渭分明、各自为政，转向加强交流和合作，彼此交叉、融合。

中国加入 WTO，资本市场不断开放，外资进入中国的障碍越来越小，国际风险投资机构对中国市场的投入越来越大。风险投资退出渠道一定程度上仍然是他们进入中国的主要障碍。风险投资是基于投资环境来运作的，如果对环境不了解，就很难获得成功。外资风险投资机构要在中国开展投资业务，就有必要与中国本土的风险投资家合作，合作方式一般有两种：一种是直接雇用本土风险投资管理人员，另一种是与本土风险投资机构开展投资合作。本土风险投资家则缺乏国际投资经验，他们也希望从国际合作中获得技术并移植到国内市场。此外，许多国内投资者会有意识地投资国际化的风险投资公司，以使自己业务多元化或进入利润更高的国外市场。这些客观要求，都促成了中外风险投资的国际合作。近年来，比较适合国情的中外合资风险投资模式主要有如下几种：平行基金模式、直接合资模式、两阶在内两阶在外模式、选项先行反向筹资模式、合建企业孵化器模式、技术转移基金模式、基金受托模式、置换国有控股风险投资机构股权模式等。①

中国风险投资有两个市场：本土风险投资市场和外资风险投资市场，本土市场侧重中小企业，外资市场则投资在外、上市在外，两者很少交流。实际上，在中国缺乏流畅的资本退出渠道时，本土风险投资公司可以把人民币转换成美元或其他外币，跟外资风险投资公司一样，目标是纳斯达克上市或者境外上市；外资风险投资公司在中国投资，也可以寻求在中国上市退出。本土公司向外资公司学习运营经验，外资公司向本土公司学习市场行情，大家形成联合投资，形成两个市场的融合。目前，外资以灵活的运作方式大规模进入国内风险投资领域，这一形势为国有控股风险投资机构的改制提供了一个有利的外部环境。外资的进入不仅带来了大量资本和资金管理人才，也提供了国际风险投资运作方式以及多种退出渠道，这些都有助于改善中国风险投资运作在前、法规滞后、运作配套不完善等问题。

2001 年 8 月，原外经贸部、科技部和国家工商总局联合公布了《关于设立外商投资风险投资企业的暂行规定》；2003 年 3 月，《外商投资创业投资企业管理规定》进一

① 何国杰，刘曼红．退出策略：中外合资风险投资模式探讨［J］．中国风险投资杂志，2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步降低了外资风险投资机构的市场准入门槛，使得投资运营环境更加宽松，吸引了大批外资风险资本进入中国市场，中外合资风险投资公司也应运而生。至 2003 年末，中外合资的风险投资公司（基金）已达 18 家。2004 年和 2005 年新设立风险投资基金分别为 21 只和 29 只，募集资本 6. 99 亿美元和 40. 67 亿美元。其中，新增外资风险投资基金分别是 9 只和 17 只，募集资本 3. 72 亿美元和 22. 82 亿美元。2005 年，新增本土风险投资基金两年都是 12 只，募集资本分别是 3. 27 亿美元和 6. 85 亿美元①。中外风险投资公司在投资方向、投资阶段、投资决策、退出方式等方面都存在一定差异，随着两者在业务上交叉，专业交流也随着中国经济的日趋活跃而逐年增大，相互之间的合作水平和深度提高。2007 年中外资共同设立 4 只风险投资基金，募集资本 2. 78 亿美元，总规模达到 7. 72 亿美元②。

中国快速增长的经济速度，政府对高新技术产业、创业企业的扶持，外资风险投资机构纷纷通过与境内风险投资机构合作方式设立风险投资基金，使企业既能够获得政府提供的各种资源，也更容易享受政策优惠，并且能够规避一些对外资的准入限制。随着国际风险投资机构对中国商业环境的适应，国际风险资本增加对中国市场的布局。2005 年到 2015 年，外资风险资本规模保持在 50% 以上，占据绝对优势。在数量上内资风险投资基金增速的占优，恰恰反映了内资风险投资基金平均规模不敌外资基金的实情，两者实力悬殊。

从新设风险投资基金来看，人民币风险投资基金迅速崛起。2006 年人民币基金是当年新募基金总数的三分之一，只占新募资金总额的 20%。2007 年有 58 只新募基金，人民币基金数量是 32 只，超过外资与中外合资的和，资金比例也上升至当年的 24%。2008 年，新募基金中有 88 只为人民币基金，占新募基金总数的 75. 9%，合计募资 23. 41 亿美元，仅占募资总额的 32%。但由于人民币基金的募资规模相对较小，外币基金仍是中国创投市场的主要资金来源。2009 年，人民币基金不仅从数量上也从资金规模上超过了外币基金。新募集的 94 只基金中，人民币基金共有 84 只，占比达到 89. 4%，募资金额为 35. 67 亿美元，占总数的 60. 9%（见图 13. 1）。

从风险资本的投资情况来看，人民币风险投资基金逐年上升。至 2009 年，人民币风险资本的投资数量一举超过外资风险资本，占总数量的 62%。但是由于投资强度本土风险资本还较弱，造成了在投资总额上的分量不敌外资风险资本（见图 13. 2）。这种趋势正在被改变。

本土风险投资发展迅速，并超过境内外资风险投资，一方面政府出台支持措施，突破了困扰人民币基金发展的政策壁垒；同时，财政投入设立的引导基金的规模增大，示范效应和杠杆效应带动本土风险投资发展。近两年来，社保基金放开对风险投资的限制，以及以其为代表的大型基金投资者加大在此方面的资产配置比例也促进了本土风险投资的发展。2009 年中小企业板 IPO 重新启动和创业板的正式开市，扩充了人民币基金境内退出渠道，促进效果明显。

---

① 2007 年中国创业投资年度统计报告，清科研究中心。
② 2007 年中国风险投资统计报告，清科研究中心，2008 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

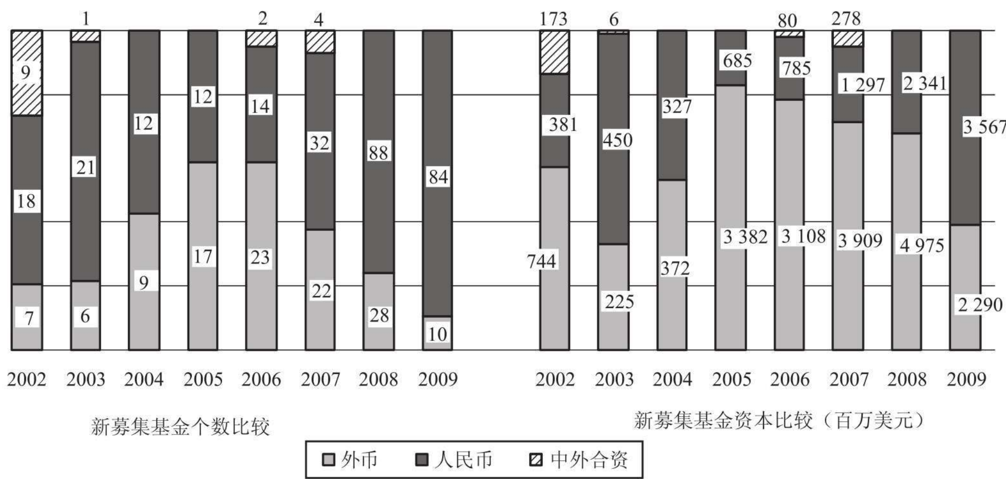


图 13.1 2002—2009 年新募集风险投资基金情况比较

注：2008 年和 2009 年没有单独分中外合资的情况。

资料来源：根据清科数据中心发布的历年中国创业投资市场年度统计报告整理。

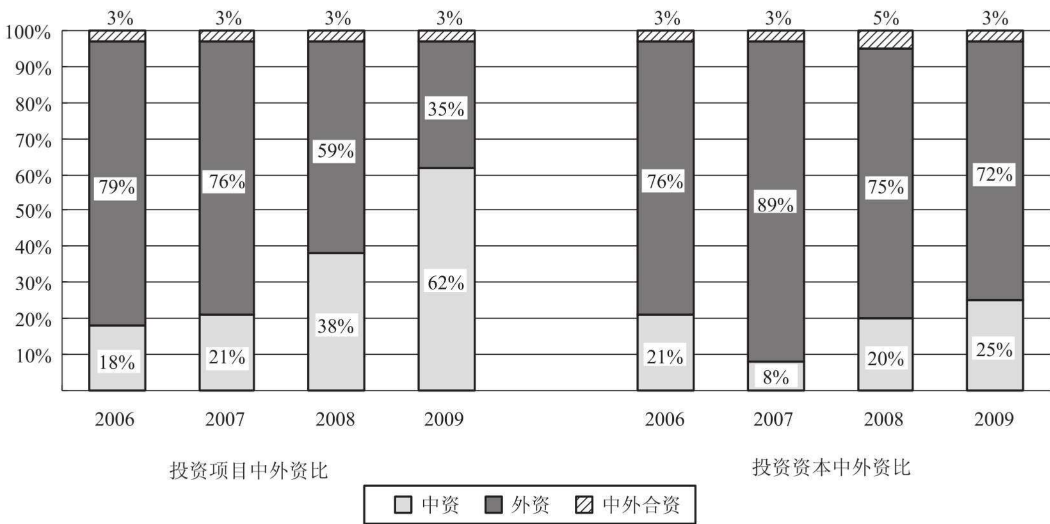


图 13.2 2006—2009 年中国风险投资市场中外投资比较

资料来源：2009 年中国创业投资市场统计分析报告，2010 年 1 月，www.chinaventure.com.cn。

四、中国风险投资机构的组织形式以公司制为主

风险投资属于买方金融范畴，目的在于以投资收益的方式获得高额回报，同时包含融资和投资两个过程，但是风险投资家的角色和地位不同。风险投资包括三方利益主体：投资者、风险投资家、创业企业家。在融资和投资两个过程中分别存在委托代理人问题。对于风险投资而言，融资是第一位的，解决风险投资家和投资者之间的信息不对称是采取何种组织形式的决定因素。目前，在风险投资市场发展成熟的国家，主要有公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司制和有限合伙制两种形式。

从企业组织结构形式看，公司制企业产权易于转让、可以永久存续、股东负有限责任，这有利于企业筹集资金，也使得投资者更易于退出，股东对管理层约束能力强。因此公司制企业有更加广泛的社会基础。在风险投资业内，合伙企业都是采取有限合伙制形式，其中至少有一人是一般合伙人。尽管有限合伙制创立成本低，但是由于无限责任、有限存续、产权不易转让等，导致合伙制企业难以筹集资金。合伙制企业更需要合伙双方或者多方的信任基础，否则就会一拍两散，随时终结企业生命。

选择何种企业组织形式，除了筹资的考虑，投资收益是非常重要的因素。其中税收问题直接影响投资人的投资收益率的高低。目前，世界各国税制比较普遍的规定是，对合伙制企业的收入按照合伙人征收个人所得税，没有企业所得税。公司制企业不仅要负担企业所得税，股东收到股利后还需要缴纳个人所得税。公司制下的投资人税负较重。按照法人利益角度看，公司制下的纳税并不是现在通常所称的“双重纳税”。而合伙制企业的纳税得到了政府从合伙制企业法人形式上对纳税的豁免，是一种税收优惠。因此，对合伙制企业的征税规定实质上造成了同等竞争下的征税不公平。目前，许多国家正在研究这一问题。

公司制风险投资机构的组织形式在欧洲风险投资业早期和发展中国家比较流行，其原因如前文所述，公司制的风险投资公司相对难以解散，这有助于给予潜在投资人以信心，尤其在风险投资业刚刚起步时①。在美国和英国，目前相当部分的风险资本依据有限合伙企业法设立，有限合伙制是美国最主要的风险投资机构组织形式。

风险投资有限合伙制组织形式，投资项目选择、投资过程管理，以致最终清算投资业务，几乎全部由普通合伙人负责完成。作为风险投资基金资金来源主要提供者的有限合伙人是“有限合伙人—普通合伙人”这一委托代理关系中的委托人，他们必须关注普通合伙人的行为和决策，以维护自身的利益。通过有限合伙制企业的自身特性和合伙协议的商定，在一定程度上解决了委托代理关系中经常面临的代理问题和监管困难问题。比如，有限合伙制企业的有限存续期限和普通合伙人的报酬与企业业绩相关等。尽管有限合伙制在有效的合伙协议和恰当的激励机制下，能比公司制形式较好地解决委托代理关系中的利益冲突，但是由于其有限的存续生命，普通合伙人必须持续筹集新的资本，资金来源又是建立在合作双方相互信任的基础之上，而且需要一个高度发达的资本市场体系，包含各种不同层次的市场结构，能够确保私人投资者的利益。因此，在资本市场体系够发达，社会诚信体系不健全和失信成本很低，以及无限责任不能从法律上得以确保的环境下，公司制反而是风险投资机构选择的组织机构形式。

目前，公司制是我国风险投资机构的主要组织形式，有限责任公司占有绝对比重。由于缺少成熟风险投资管理人群体的支撑，有限合伙制中一般合伙人承担无限责任的规定还需要建立个人财产制度和信用制度，我国风险投资机构的组织形式向有限合伙制转变还需要一个过程。2008 年，179 家风险投资机构中，有限责任公司制占 56.98%，但

---

① Silvia B. Sagari & Gabriela Guidotti，“Venture Capital：Lessons from the Developed World for the Developing Markets”，IFC discussion paper number 13，the World Bank，Washington，D. C.，P. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有限合伙制的风险投资机构比例从2004年的2%增加到2008年的24.58%。这种快速的转变主要得益于合伙企业法的修订内容对有限合伙企业的法律确认①。

尽管中国风险投资机构有限合伙制发展势头正猛，从国家政策来看，对有限合伙制的组织形式并非完全鼓励。2009年颁布的《关于实施创业投资企业所得税优惠问题的通知》，依据是企业所得税法及其实施条例，而企业所得税法不适用于合伙企业。这表明税收优惠对合伙制风险投资企业不适用，也反映了对公司制组织形式风险投资机构的支持。

从法律关系上看，有限合伙企业不具备独立的法人资格，否则，就需要承担公司法规定的公司税的一级税负。现行《中华人民共和国证券法》规定“投资者申请开立账户，必须持有中国公民身份或者中国法人资格的合法证件，国家另有规定的除外。”那么有限合伙企业申请开立证券账户，就存在着法律障碍。目前，中国证券登记结算中心现有的证券账户开户系统，没有设置合伙企业这一主体。这样造成了合伙制企业上市的障碍，创业板对有限合伙制风险投资机构的拉动效应难以体现。

以我国的情况与美国比较，存在两个比较大的差异。一是我国没有无限责任法律基础。无限责任制在美国非常完善，美国有严格的个人财产登记和完善的社会信用制度。普通合伙人之所以负责投资决策，还享受20%左右的投资净收益，就是他承担无限责任制，并负责投资经营责任。我国没有无限责任制，也没有无限连带责任的约定。二是我国缺乏像美国养老基金、大学和慈善机构等免税实体的机构投资者。到20世纪70年代，美国的有限合伙风险企业还占很小的比重，直到“谨慎投资者”条款修改，允许养老基金对小的或新兴企业所发行的证券以及风险投资投入资金，由于规模庞大的养老基金的进入，从此改写了美国风险投资资金来源和风险投资机构组织形式。从20世纪80年代一直到现在，有限合伙制成为美国典型的风险投资机构组织形式。

第二节 中国风险投资的市场环境特征

风险投资是科技创新转化、资本市场和产权交易市场有机结合的体系，三者的连接需要适宜的市场环境，主要是金融环境。需要一系列配套的市场服务，其中中介机构是最重要的服务组织。还需要丰富的企业家资源和创业文化。这些属于影响风险投资发展的外部环境因素。

风险投资是金融市场体系的一个组成部分，作为一种投融资机制，是在特定的金融环境下运行的，受金融体系结构、金融市场发展状况和金融体系运行效率的影响。金融环境对风险投资的影响贯穿风险投资的融资、投资和退出过程。

① 2008年中国风险投资行业调研报告，中国风险投资研究院，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一、中国风险投资的融资特征

（一）中国风险投资业缺乏成熟、理性的机构投资者参与

风险投资业的最佳资金来源应该包括保险公司、信托投资公司、养老基金和捐赠基金等在内的机构投资者。这些机构投资者资金实力雄厚，资金来源多为长期资金，正好可以满足风险投资的投资期限长、风险高的特点。在西方发达国家，风险投资的资本供给主要来自保险基金、退休基金等长期效益类机构投资者和少数富裕家庭。近年来，中国风险投资尽管得到了起步发展，但由于我国资本市场不够健全，出于资金安全的考虑，政府对这些机构投资者的资金运作限制较多，与西方风险资本市场相比，资金较缺乏、规模较小，且严重缺乏风险投资主体，能够承受风险的种子资金多掌握在政府手里。

私人权益资本市场是风险资本的主要来源。私人权益资本市场既是对公开资本市场严格管制和高的募资成本约束的突围，是平衡成本节约和风险、收益的补充产物，也与公开资本市场发展情况密切相关。公开资本市场萧条时，企业为了寻求新的资金来源，往往会转向私人权益资本市场。20 世纪 30 年代和 40 年代，私人权益资本市场在美国的出现就是这种情况。随着两个资本市场的发展，到风险投资出现及成长起来之后，IPO 成为风险资本的主要退出途径之一，公开市场的繁荣又成了推动私人权益资本市场的因素。

从美国风险投资成长经历看，机构投资者的参与是促使其风险投资业迅速发展的关键因素。机构投资者不仅是美国公开资本市场的主力，也是私募资本市场的主要参与者。1978 年，美国“雇员退休收入保障法”中“谨慎投资人”条款修改，养老基金开始涌入风险投资领域，改变了主要由富裕的个人和家庭提供风险资本的状况。包括养老基金在内的机构投资者的参与大大推动了美国风险投资业的发展。1992 年至 1995 年的四年中，养老基金的比重稳定在 40% 以上，捐赠基金的比例也上升至 20% 左右①。

中国风险资本来源渠道与美国大相径庭，缺乏成熟的机构投资者的参与。2005 年至 2008 年，本土风险资本来源中，个人风险资本从 2005 年的 3% 提高到 19.3%；企业的创业资本平均水平保持在 46% 以上，是国内创业风险资本的主要来源；金融机构参与的程度较低，平均占 11.6%；政府投入资本从 24% 到 33.6% 不等，是我国风险资本的主要来源之一。

（二）融资渠道相对狭窄

由于受中国的金融环境影响，风险资本来源结构不合理，融资渠道较窄，资金供给不足。金融机构，尤其是机构投资者对风险投资的支持力度非常有限，这是本土风险投资发展的瓶颈。随着社保基金在风险投资领域的松动和解禁，可以期待未来中国风险资本来源渠道和资金供给会变得丰富。

中国金融市场分业经营、分业监管的模式不利于风险投资的发展。在资本市场为主

---

① 俞自由，李松涛，赵荣信．风险投资理论与实践［M］．上海：上海财经大学出版社，2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

导的美国，风险资金主要来自养老基金，占50%左右，银行、保险、其他基金等资金占30%左右；在以银行为主导的德国，银行资金占风险资本总量的50%以上，非银行金融机构也达10%以上。相比之下，差距明显。中国风险投资运行在一个以国有商业银行为主的金融环境中，风险资金来源受到多方限制。

新兴高新技术企业高风险，缺乏固定资产作为抵押和担保，没有稳定的现金流入等特点与银行信贷资金注重稳健操作，追求流动性和注重企业偿债能力的要求相背离。而且我国商业银行吸收了国民大部分的储蓄，维护资金安全性关系到整个金融体系的稳定，限制了大量资金流向风险资本市场的可能。

中国的证券市场，仍然存在严重的股权分离问题，阻碍了中国证券市场的发展。2004年，深圳证券交易所增设了中小企业板，在一定程度上促进了中小型企业的资本运作能力。2009年，创业板推出，使中国证券市场的发展向前迈进了一步，丰富了风险资本的退出渠道，但中国证券市场的先天性制度缺陷使其难以实现中国投融资转换的重任。

与西方国家相比，我国保险公司仍不能发挥主要机构投资者的作用，其投资渠道一直受到严格控制，到2004年才允许直接投资股票市场，投资方式、投资额度和投资管理都处于摸索阶段，机构投资者作用还难以发挥，对风险投资领域的参与深度还远远不够。

（三）被动投资者缺乏

国际上，风险投资的有限合伙人（Limited Partner，LP，也是投资方）大多数是被动投资者（Passive Investor），他们一般不干预资金管理者普通合伙人（General Partner，GP，风险投资家）的投资活动。

一般来说，外国风险投资者更习惯于被动投资（Passive Invest），不会过多介入企业日常经营管理，而中国本土风险投资者为了保护自己的利益，则倾向于主动进入管理层，在投资之后监测风险企业并参与管理，关注企业的经营发展，参与所投资的风险企业的管理和决策，对企业进行必要的财务监管，同时利用自己的影响力帮助企业成长。这也是外国风险投资者与中国本土风险投资者较为不同的地方。

二、中国的风险投资业市场中介机构与配套服务发展滞后

要实现风险投资的快速发展，需要各类中介机构的辅助，它们主要提供技术支持、专业咨询、建立信息网络、企业战略规划、资产评估等。风险投资发展成熟国家的经验表明，中介机构发达及匹配程度直接影响风险投资的发展。

中介机构能增加信息沟通，为风险资本供需双方提供信息来源，增加双方的接触机会，提高资本和项目的匹配机会。同时，中介机构能够有效减少风险资本供需双方信息不对称问题的程度。斯坦福大学和硅谷就是通过斯坦福研究园区的桥梁将高科技的创新项目和风险资本联系在一起。美国发达的投资银行和财务顾问业务、律师、会计师、信用评级、资产评估，以及专门的技术委员会、技术认定标准委员会等机构和风险投资行会等，为风险投资机构对创业企业、项目和技术的评估及预测提供了权威有效的服务，降低信息不对称的程度，促成了一笔又一笔的风险投资业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在实施投资过程中，风险投资机构对创业企业往往采用分期注资形式，以加强对创业企业或项目的控制，对创业企业的管理层形成有效约束，降低决策失误的投资风险。前提是风险投资机构要定期对企业的前景进行评估和再评估。企业评估，除了风险投资机构自身对创业企业的监控，多渠道搜集信息非常重要。充分获取来自于市场和中介机构的信息进行研究是风险投资机构非常重要的工作，这不仅能够节省获取信息的成本，而且能够得到比自己更为独立、权威的资信，有利于风险投资机构作出客观的评价。

风险资本的退出也离不开中介机构服务。风险资本的退出不仅是风险投资家实现投资收益的关键，也关系到创业企业的未来。风险资本退出的过程是利益在不同相关方之间转移的过程。因此，选择何时、以何种方式退出对风险投资各方至关重要。对创业企业、项目和技术的评估与预测影响了风险投资机构对退出时机的选择，甚至在起初根据上述评估与预测投入风险资本的同时，风险投资家就已经对何时退出有了打算。风险资本退出的主要方式有股权转让、IPO、并购、清算及其他方式。不同的行业、企业、项目和技术，和它们所处的不同发展阶段或环节，以及风险投资利益相关方的利益分配情况，主要决定了退出的方式。退出的时机和方式选择都需要建立在有效的评估和预测基础之上，以及把握充分的信息，没有中介机构的服务，很难想象风险资本能够在投资中全身而退。

当前，我国与风险投资相关的中介机构发展和配套服务滞后是制约风险投资发展的重要影响因素。

我国的资本市场不发达，与之相关的服务及配套设施也还存在很多缺陷。比如，我国缺乏业务精良、资信度高的会计师事务所，缺乏具有权威性的信用评级机构。证券市场的一系列问题体现了我国中介机构的专业性不强、从业人员素质不高，影响服务能力和水平。中介机构发展盲目，对中介服务定位认识不清，屡屡出现忽视职业道德、行业信誉的情况。准入门槛设置没有硬性要求，从业人员素质参差不齐，缺乏经验丰富的核心专业人士，难以达到足够的专业性并赢得权威性。更有甚者，一度出现政府举办中介机构的倾向，行政干预损害了中介机构的独立性。

中介机构发展滞后导致风险投资机构与创业企业和项目之间信息不畅，以及严重的信息不对称现象。资金的供需双方不能有效衔接，风险投资机构缺乏投资资源，创业企业缺乏资金来源，资源不能有效配置，生产不能有效促进，从而风险投资基本功能的发挥受到抑制。即便实施了风险投资机构和创业企业或项目的对接，风险投资机构在项目投资过程中各类交易成本上升，投资效率和收益受到影响。缺乏权威的专业性的中介机构，导致对高新技术企业、项目的前景预测、定价、风险评估等标准不统一，缺乏说服力，造成风险投资操作困难，影响投资或融资时机，影响风险投资收益和创业企业的发展。

三、风险投资人才短缺，制约了中国风险投资的发展

风险投资顾名思义，其风险较高，同时因为涉及的投资领域新等特点，对从业人员的要求也比一般的投资要高。合格的创业投资人才，不仅应当具有一定的技术背景，相应的金融和管理知识，还需要对创业过程有足够的了解，以及投资领域的相关经验等。同时，创业投资也是对人才高度依赖的一个行业，投资项目成功与否，很大程度上取决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于决策者的分析和判断。由于我国的创业投资发展时间还不是很长，还没有在全社会形成创新创业的氛围，缺乏风险投资人才和创业人才成长的有利外部环境，因此所需的人才十分短缺，并且成为制约创业投资加快发展的一个因素。

风险投资既涉及商业知识，也涉及技术领域的知识。风险投资家需要懂得商业经营管理之道，也要对高新技术产业的专业知识有了解。风险投资家的作用是支持创业企业的成长和帮助风险资本投机实现盈利。有了资金和项目，而缺乏专业人员去管理或者管理不当，会造成项目成功率不高，投资回报率低的结果。这会对投资者（风险资本持有人）产生逆向选择，使得风险资本对风险投资失去兴趣。最终会出现大家都不希望出现的均衡——风险投资市场的萎缩。

我国风险投资产业起步比较晚，加上对跨行业人才培训的不够，具备这技术和管理两方面知识的风险投资人才缺乏，以前基本是靠国际风险投资机构的经验交流和海外归国人员的经验积累。风险投资在中国形成规模以来，从事风险投资事业的主要是曾经在外国和境内外资风险投资机构工作过或学习过的人员，他们为中国风险投资业起步和成长阶段的发展发挥了积极的作用。尽管在培养本土风险投资人才方面已经有了成效，本土人才在风险投资业的比重逐渐增加，但是由于风险投资人才总量的匮乏，而且缺乏具有带动能力强的合格风险投资家，难以发挥核心的传递效应，导致当前的力量还不足以满足中国风险投资业的发展需要。

按照成思危对合格风险投资人才的描述，合格风险投资家需要具备五种素质：一是具有事业心、责任感和敏锐的商业直觉；二是要有丰富的待人处世经验；三是要熟悉有关的金融、管理、法律知识；四是有一个或一个以上的技术背景；五是与中国的金融界、法律界等保持良好关系①。就美国经验来看，风险投资家多是以前的高科技创业者，他们创业成功后转变成风险投资家，对投资公司的筛选和管理有很多实践经验。而我国绝大多数高科技企业还处于创业起步阶段，尽管市场也培育了不少经历风雨洗礼的企业家，但仍然缺少能与创业家合作、有眼光、高素质的风险投资人才，投资经理人市场也远未形成。

四、中国风险投资退出渠道不健全，退出方式不平衡

退出是风险投资的最后阶段，成功的退出是风险投资者获得有保障的收益的重要环节。风险投资的退出方式和退出时机的选择，既受前面几个阶段投资行为的影响，也会对新一轮资本筹集产生影响。

中国的风险投资在法律法规、内部和外部宏观经济环境等方面特殊性导致了退出渠道的特殊性。从国际经验来看，风险投资项目的退出主要通过兼并收购方式实现，其次是通过 IPO 方式，然后是股票赎回、管理层收购和清算等其他方式。2008 年美国风险投资退出中，兼并收购退出是 IPO 退出数量的 55.83 倍，前者金额是后者的 28.24 倍。1997 年到 2007 年，美国风险投资退出方式中，采用兼并收购方式退出的企业是采用 IPO 方式退出企业的 5.44 倍，前者涉及金额是后者的 3 倍。

---

① 成思危．成思危论风险投资［M］．北京：中国人民大学出版社，2008：182.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从我国风险投资退出方式来看，2013 年风险投资退出总数 111 个，其中 IPO 数量为 27 个，占 24.32%；而纯粹的兼并收购方式有 29 例，占总数的 26.13%（见表 13.1）。

表 13.1　2013 年中国风险投资退出方式比较

退出方式	数　量	比　例
IPO	27	24.32%
兼并收购（M&A）	29	26.13%
管理层收购（MBO）/回购	50	45.05%
自动清算	5	4.50%
未披露详情案例	0	0
合　计	111	100.00%

资料来源：2013 年中国创业风险投资分析，科技部，2015 年。

对 2007 年到 2009 年三年间风险资本退出渠道进行比较发现，风险资本选择 IPO 退出的比例分别占当年的 70.4%、31.9%、66.7%（见图 13.3）。

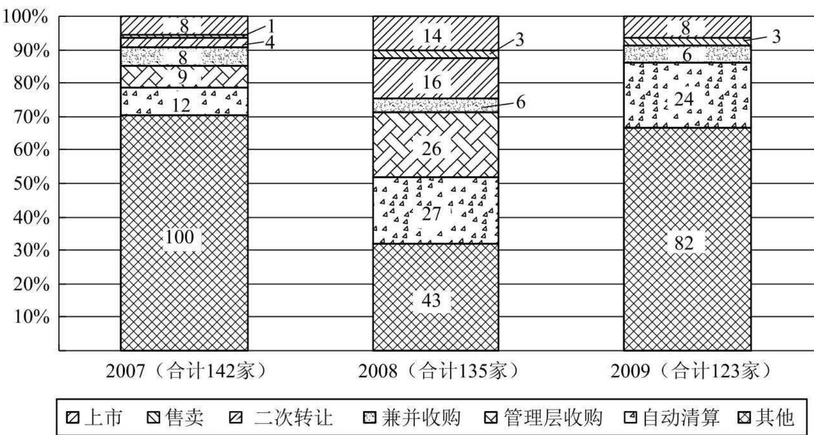


图 13.3　2007—2009 年中国风险投资退出方式比较

长期来看，IPO 退出方式较兼并占优势。与非风险投资支持上市企业相比，风险投资支持的上市企业总体盈利能力略强，风险投资支持在中小企业板上市的企业业绩表现良好，刺激中小企业寻求风险投资的支持，通过中小企业板和创业板上市方式完成最终融资计划。同时，好的业绩表现进一步刺激风险投资机构通过创业板和中小企业板完成上市退出计划。2009 年创业板市场正式推出，风险投资多了一个主要退出渠道。从美、英、日、韩等国经验看，创业板的推出都会带来本国风险投资行业的蓬勃发展。中国的兼并收购市场受制于国内资本市场还不够发达完备，以及自身还存在法律和政策上的缺陷，发展速度缓慢。未来一段时期，兼并收购还难以成为风险投资退出的主要方式。没有完善的兼并收购市场，没有合理的定价机制，创业企业的兼并收购行为必然受到影响。中国的证券公司规模普遍偏小，业务结构不平衡，影响了开展兼并收购业务的能力。中国证券公司直接投资、兼并收购财务顾问等业务还没有有效开展（见表 13.2），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这也制约了风险投资市场的兼并收购的发展。

表 13.2　　证券公司收入结构比较

业务类型	中国全部证券公司	高盛集团	摩根史坦利
投资银行业务	5%	15%	14%
资产管理业务	1%	11%	15%
经纪业务	56%	15%	11%
自营及其他投资业务	30%	59%	48%
其他业务	8%	0%	12%

注：中国证券公司数据截至 2007 年底，其他国家证券公司数据截至 2006 年底。

资料来源：中国证监会，世界银行相关报告。

第三节　中国风险投资的其他特征

一、中国风险投资市场投资阶段呈现“中间大，两端小”形态

风险投资是“高风险、高潜力、高收益、高技术”的投资。高技术和高潜力是风险资本投入的基础，高收益是其目标，高风险则是风险投资机构极力要予以平衡的对象。投资创业企业发展阶段越早，风险就越大，这种风险不仅来自于技术、产品、市场、管理等方面，也有对创业企业和目标项目评估的不确定性。因此，风险投资机构会在控制风险的前提下，选择适当的时机向创业企业注入资本。选择不同的阶段注入资本是风险投资家加强对创业企业控制的一种手段。

种子期的投资主要由天使资本完成。导入期是过去多年来风险投资机构投入资本的主要阶段。各国风险投资机构对成长期的投资比重在上升。成熟期对风险资本的需求相对较少。对发展阶段的偏好，与风险投资机构所在地区、资金来源、自身经验及行业竞争程度有关。20 世纪 80 年代中期以前，美国风险投资活动大部分集中在导入期之前，后来则侧重于成长期之后（见图 13.4）。在中国，风险投资无论是投资项目数，还是投资金额分布情况，主要集中在了“中间阶段”（导入期和扩张期），而两端投资普遍较小。

从 2002 年形成第一次风险投资高峰时投资项目的阶段分布看，包含导入期和成长期的中间阶段集中的投资项目数达到了 72.2%①。2006 年，导入期企业获得的风险投资最多，项目数比例高达 49%，且自 2004 年以来逐年增加，其投资额比例为 40.82%。扩张期获得风险资金占 35.22%②。2007 年，中间阶段③获得的风险资本案例数量达到

① 参见《中国创业风险投资发展报告 2003》，其中将风险投资分成五个阶段：种子阶段、起步阶段、成长阶段、扩张阶段、成熟阶段。此处将起步阶段、成长阶段和扩张阶段合在一起视为四阶段分法中的导入期和成长期，都称为中间阶段。

② 中国风险投资年鉴 2007［M］. 北京：民主与建设出版社，2007：237.

③ 参见《2007 年中国创业投资市场研究报告》，该报告中将风险投资阶段分为：早期、发展期、扩张期和获利期，为了统一，此处将发展期和扩张期合称为中间阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

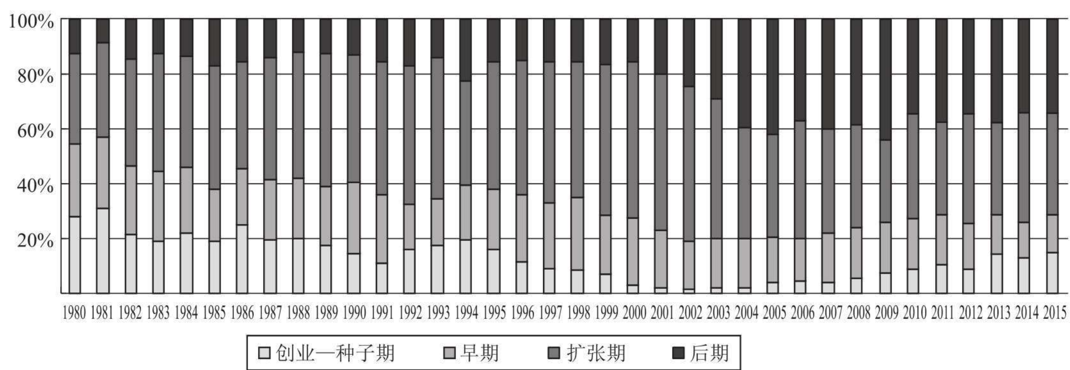


图 13.4　1980—2015 年美国风险基金投资阶段资金分布

305 个，占 73.5%，金额占 86.3%。到 2015 年，中间阶段的比重呈现扩大化趋势（见图 13.5）。

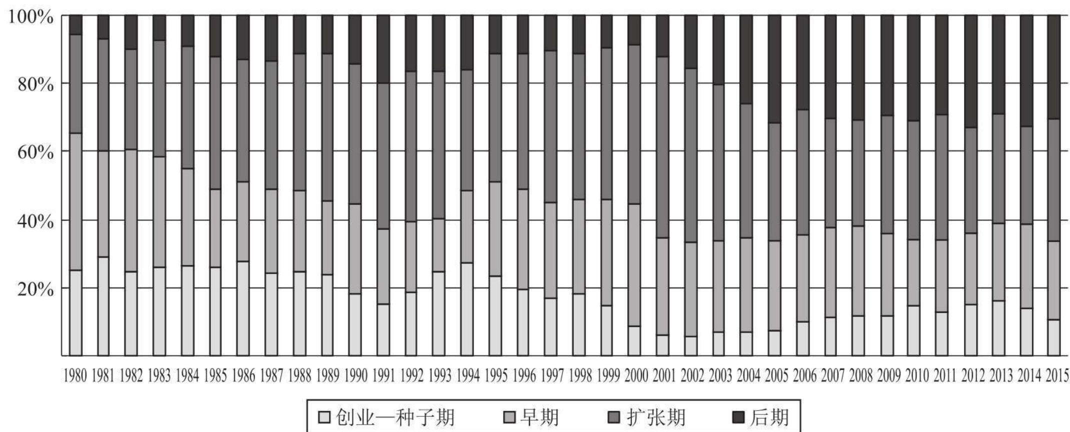


图 13.5　1980—2015 年美国风险投资基金投资阶段数量分布

资料来源：美国风险投资年度报告 2008，美国风险投资协会。

2007 年至 2009 年，中国风险投资不同创业阶段的投资项目分布和投资金额比例比较一致，集中在导入期和成长期，而种子期和成熟期相对较少，体现了风险投资在资本投入阶段方面“中间大，两端小”的特点（见图 13.6）。这种分布态势基本上符合创业投资规律。

从 2007 年开始，中国风险投资市场投资早期的项目数量由 2006 年的 134 个减少到 91 个，下降了 59.3%。这种下降趋势转变为投资阶段由企业早期阶段向发展期和扩张期阶段的转移。风险资本出于对资本退出、期限、投资收益率的考虑，加大对发展比较成熟的中后期企业或项目的投资，实现及时退出并获得收益。2008 年成熟期出现了较高的增长，但是 2009 年，风险资本对发展期投资上升而成熟期投资大幅下降。2011 至 2016 年，中国风险资本市场迎来新一轮火爆，涌现出滴滴、美团、今日头条、摩拜、ofo 等众多名星创业项目和一大批风险投资融资案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

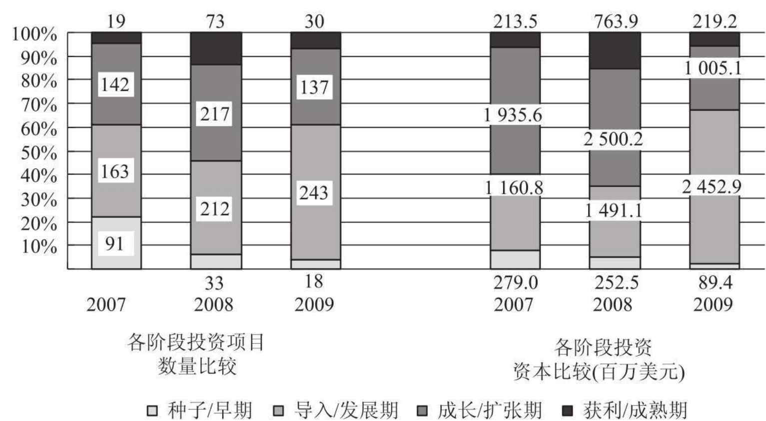


图 13.6　2007—2009 年中国风险投资市场阶段投资分布

资料来源：根据投资中国（Chinaventure）发布相关报告资料整理。

二、中国风险投资关注高新技术产业，但传统行业比重大

一般投资者属于风险厌恶型，不愿意对具有高风险的创业企业进行投资。因此，风险资本的投入，对以高新技术为基础，并致力于技术产业化的创业企业而言非常关键。风险投资的成功与否在很大程度上取决于风险投资的方向，正确的投资决策和进入恰当的行业，是风险投资在承担高风险条件下获得高收益的关键。因此，尽管风险资本一般以高新技术产业为投资重点，但仍有一些风险投资公司对建筑业、一般工业产品生产、商业服务、零售业等行业的新型创业企业投资，这些企业可能不是以技术为基础，而是销售方式或者服务方式的一种创新，从行业和企业的发展来看，都具有很好的成长性。

美国的经验表明，风险资本主要集中投资于信息技术和生物医药技术产业等（见图 13.7）。中国的风险投资主要集中在五个一级行业中：广义 IT，传统行业，服务业，

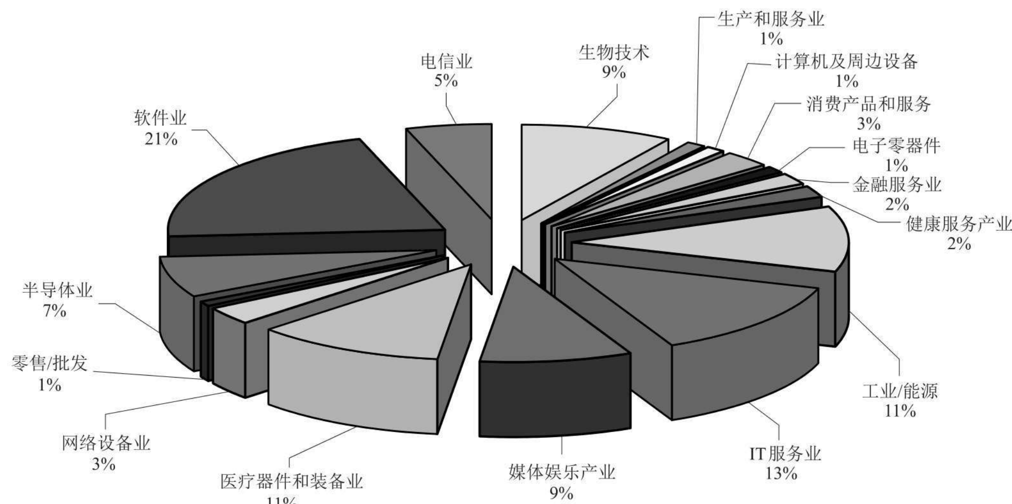


图 13.7　美国 2015 年风险资本投资行业分布情况

资料来源：美国风险投资协会年度报告，2016。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生物医疗，其他高科技行业。中国的风险投资行业分布与美国有明显差异。中国风险投资对生物医药行业的投资比重偏低，对传统行业和服务业的比重较高，2007 年的数据显示，两者的案例数和投资金额都占总量的 30% 左右（见表 13.3、图 13.8）。

表 13.3　　2015 年中国风险资本投资行业分布状况

行　　业	案例数	比重	披露数量	金额（百万美元）	比重	平均金额（百万美元）
广义 IT	416	52.5%	182	16 673.85	64.93%	16.04
传统行业	103	13.0%	67	1 081.25	10.52%	10.50
服务业	106	13.9%	88	918.43	8.94%	9.23
生物医药	67	8.4%	58	761.35	7.4%	11.36
其他高新技术	23	2.9%	21	235.48	2.29%	10.24
未披露行业	78	9.3%	68	608.32	5.92%	7.80
合计	793	100.0%	484	20 278.68	100.0%	10.86

资料来源：中国创业投资市场研究报告，2007，清科研究中心。

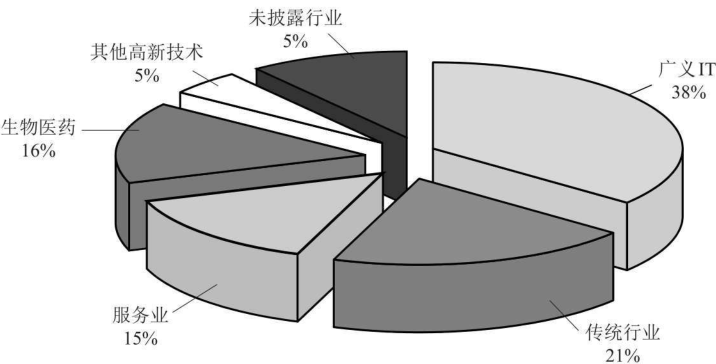


图 13.8　2015 年中国风险投资资本投向行业分布

广义 IT 包括网络、IT、新媒体，也合称为 TMT。近年来，中国风险投资市场 TMT 行业投资数量和金额比其他非 TMT 行业都要高。TMT 中网络和电信是投资主流，2015 年，两者投资数量和金额合计分别占 TMT 投资的 64% 和 57%①。总体上，中国风险投资企业支持了高新技术相对密集的行业发展，符合风险投资的功能定位。风险投资行业侧重点随着经济周期和国内经济政策，以及国际经济形势的变动而变化。中国风险投资在紧跟国家政策取向，开拓新技术、新能源领域投资的同时，也将更多资金投入传统行业。风险投资市场发展不成熟，可投资创业项目不足，也导致部分风险资本流向传统产业。

① 根据清科研究中心公布数据计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国的传统行业由于引入高新技术和现代的管理理念，产业改造和升级不断提高，商业模式和管理模式不断创新，蕴含的发展潜能对风险资本产生很强的而且是持续的吸引力。家居、房地产、餐饮酒店、制造、零售等传统产业就吸引了中国风险投资机构较多的关注，医疗健康，能源、连锁经营和传媒娱乐等传统行业投资规模的增长幅度较大。传统能源形式的恶化和政府对节能减排的高度重视，风险投资重点也逐步转移到对能源、环保的投资。金融服务业也是创业投资机构投资增长较快的领域。

三、中国风险投资地区分布聚集特征明显，呈现梯队分布形态

风险投资在地域上的分布与经济金融环境、科教人才环境、法律环境以及社会中介服务环境有关。创业企业的地理位置和人才、信息条件构成了其自身的区位特点，技术人才、管理人才、金融和法律人才集中，配套工业齐备、地处信息中心和交通中心的创业企业具有最佳的吸引风险资本的投资环境。此外，创业企业越接近风险投资机构，得到资金支持的可能性越大，这便于风险投资家参与创业企业的经营与管理。因此，风险投资会集中在一些环境适合的地区。美国的风险投资主要集中在几个地区，如加利福尼亚州（硅谷）、新英格兰、美国东南部三地的风险投资比重占美国风险投资总量的50%以上，前八位地区风险投资占美国总量的80%左右①。美国的风险投资具有很强的地区集中分布特点。2015年，加利福尼亚和麻省、纽约、华盛顿、德克萨斯等地占据了美国风险投资的前五。美国的风险投资集中分布与当地的科研环境和商业环境有关。

中国风险投资的发展成梯队状态，各地区之间分布不平衡。风险投资机构、资本来源和风险投资项目主要集中在北京、上海、深圳及东部等经济发达的地区，地区聚集效应明显，而且这种效应还在加强（见图13.9）。区域分布的不平衡是多种因素共同作用的结果，包括区域创新资源优势对风险资本的吸纳效应，风险投资的“空间邻近效应”②，经济发展水平，商业文化环境和风险投资发展所需配套设施，地方政府扶持政策差异等。这种结果会自我加强，表现为“马太效应”。

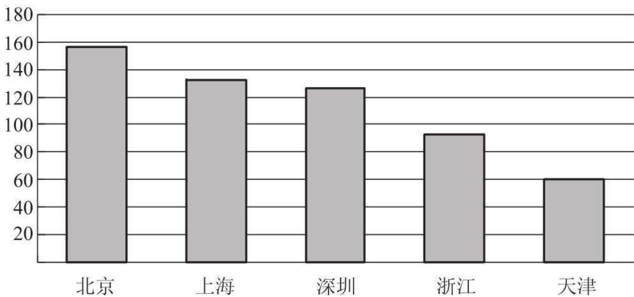


图13.9 2015年全国风险投资机构数排前5位地区

资料来源：中国创业投资市场报告，科技部，2016。

① 根据美国风险投资协会年度报告（2015）整理。

② 佘金凤，汤兵勇．风险投资发展区域分布不平衡的形成机理研究［J］．科学与科学技术管理，2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总体来看，中国风险投资由东向西、由南往北所占比重越来越小，总体上和我国地区经济发展不平衡的态势保持一致，呈现梯队分布形态。

中国社会发展从政治、经济、文化、科技、商业、居民生活各方面都体现了一种自我加强的发展趋势。中国风险投资聚集地区高等院校和科研单位数量多，科研力量强，集中了中国最重要的大型企业，经济实力强，资本市场发达，地方政府扶持力度大，北京、上海、深圳更为明显。

中国的科研投入主要来自于企业、科研机构和高等院校，企业始终是科研投入非常重要的因素，很大程度上决定了地区经济状况对科研创新的影响，从而影响风险投资。北京聚集了清华大学、北京大学、中国科学院等重要的具有很强科学研究实力的单位，中关村科技园区的孵化政策对科技创新的催化带动作用很明显。上海有复旦大学、上海交大、同济大学等一批重要的科研实力强大的院校，上海与国际接轨最为密切，商业氛围浓厚，科研创新的转化强度大。江苏、浙江、广东等地的高等院校数量和具有科研创新能力的机构也胜于其他省市。京、沪、粤（深）、苏、浙几乎集中了中国最重要的大型重点工业企业，信息时代和知识经济的趋势下，这些企业科研创新投入不断增大。这些力量综合影响，造成了科研创新力量的梯级分布趋势。

北京、上海、深圳是我国三个最发达的金融区，尤其是上海的国际金融中心地位。发达的金融区域有最发达的金融体系，聚集了大量的高端金融人才和最主要的金融机构，集中了中国最富有的人群，有先进的商业文化和金融服务体系，激烈的市场竞争机制和创业精神，这些都是当地风险投资快速发展的必要配套条件。雄厚的财政实力，使得京、沪、粤（深）、苏、浙、闽等地方政府可以对发展风险投资业提供非常好的环境，包括一些力度很大的扶持政策。

上海市 2007 年设立创业投资风险救助专项资金。① 2008 年，规定以有限合伙形式设立的企业应由合伙人分别缴纳所得税。②③ 2014 年，上海市出台了天使投资引导基金及财税化等政策。④ 2015 年，上海市出台“科创 22 条”，扩大税前扣除范围，落实创新创业活动的相关税收政策，放松投资和享受投资抵扣税收优惠政策等。⑤

北京市规定对公司制管理的股权基金，自获利年度所得税区县所得部分按照两免三减半形式予以奖励支持。⑥ 合伙制股权基金中个人合伙人取得的收益，个人所得税税率为 20%。对于合伙制股权基金的普通合伙人，以无形资产和不动产投资入股的参与利润分配和股权转让行为不征收营业税。⑦

江苏省通过科技型中小企业创业投资引导资金，实现对创业投资风险补助。苏州工

① 《上海市创业投资风险救助专项资金管理办法（试行）》2006 年。

② 《关于本市股权投资企业工商登记等事项的通知》2008 年。

③ 其中，自然人普通合伙人，按所得税法中“个体工商户的生产经营所得”应税项目，征收 5% ~ 35% 个人所得税。不执行有限合伙企业合伙事务的自然人有限合伙人所取得的股权投资收益，按所得税法中“利息、股息、红利所得”应税项目，缴纳 20% 的个人所得税。

④ 《上海市天使投资引导基金管理实施细则》2014 年。

⑤ 《关于加快建设具有全球影响力的科技创新中心的意见》2015 年。

⑥ 《关于促进股权投资基金业发展意见》2009 年。

⑦ 《关于促进股权投资基金业发展意见》2009 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业园区对创业投资企业风险进行补贴,① 并设立创业投资引导基金有限公司对创业项目予以投资。②

各地政府针对创业投资企业的启动资金补贴、奖励等政策,以鼓励创业投资发展,近年来也通过引导基金直接介入风险投资,但是更加注重发挥财政资金的杠杆效应,带动本地风险投资市场的发展。目前北京、上海、天津、江苏等地均已设立引导基金,总规模近 100 亿元。③



本章思考题

1. 中国的经济发展轨迹影响了中国的风险投资的发展,为什么?
2. 简述中国政府在风险投资业的重要作用。
3. 中国风险投资的退出有什么特殊性?
4. 简述中国的机构投资者与其他国家的机构投资者的一致与区别。
5. 简述本土风险投资与外资风险投资的关系。

---

① 《苏州工业园区创业投资企业风险补贴管理办法》。
② 《苏州工业园区创业风险跟进投资管理办法》2007 年。
③ 2014 年中国风险投资行业调研报告,中国风险投资研究院,2015。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后　　记

在美丽的加州半月湾丽思卡尔顿酒店开会时，我与 Pascal 初次相识，我们很谈得来。我很少看见风险投资家像他那样热衷于对于现实问题的理论研究，那是 2007 年初夏。那个时候，尽管我个人生活中遇到一些坎坷，但我的父母双双健在。如今，我与 Pascal 合作的这本教材出版之时，我的父母先后离世。

我的父亲刘明哲，母亲白丽石，他们曾是北京师范大学学生，那是 1940 年代后期。我的父母都是学生中的佼佼者，也都积极参加共产党的地下活动。我母亲年轻时十分漂亮，追求的人往往接踵而来。但她崇拜我父亲，认为他虽然身材不高，出生于农村，但他勇敢，坚强，果断，有信仰，有追求。我的父亲的确是这样，他曾是北京师范大学第一届党委书记。

我希望把我和 Pascal 合作的这本书献给我的父亲，我的母亲，他们曾经为我骄傲过，但我心里最清楚，最值得骄傲的是他们：普普通通，平平淡淡，兢兢业业，克己奉公。我为有这样的父母骄傲。

在本书再版之际，我衷心感谢刘小兵博士，感谢他的学识及智慧。我也衷心感谢这么多年来一直始终如一地支持我研究的周松增先生及旗下的香港致富集团的同仁。

刘曼红

2017 年 5 月

香港